



レポート

No.1648

2008年6月

ユーロ域の企業金融と資本市場

～ユーロ導入後の傾向と変化～

入江 恭平（1）

第三者割当増資の規制に関する英米の事例

二上季代司（23）

サブプライム問題とITバブル

伊豆 久（37）

取引所とクリアリング機関

吉川 真裕（45）

証券化商品の原資産情報トレーサビリティ向上とは

横山 史生（58）

財団法人 日本証券経済研究所
大 阪 研 究 所

ユーロ域の企業金融と資本市場

ユーロ導入後の傾向と変化

入江 恭平

はじめに

ヨーロッパにおける共通統一通貨ユーロの導入から一〇年目を迎えた。ユーロ域の資本市場も二つの景気循環を経験し、当初予想されていた事態をやや冷静に判断する時期になっている。予想あるいは期待された事態のひとつは通貨統合が金融・資本市場の統合化をもたすというものであった。もうひとつは、ユーロ導入直後に資本市場、特に株式や債券（特に社債）などの発行市場が急拡大し、これらの事態がユーロ域の金融構造を銀行中心の金融構造から市場型金融構造へ変貌させるのではないか、という問題である。本稿では、後者の問題を念頭に置きつつ、ユーロ域の企業金融と資本市場の関連を、もっぱら、ECB（ヨーロッパ中央銀行）から公表され始めたマクロ・データおよび同行のレポートなどに⁽¹⁾拠りつつ整理してみた。

1 ユーロ導入後の景気・信用循環

上場企業の（売上高）利益率は一九九〇年代半ば以降、一貫して上昇しユーロ導入直後の二〇〇〇年にひとつのピークを打ち、その後〇二年まで下落した後、再度回復している。世界経済の好調から恩恵を受けるかたちで輸

出志向の製造部門の利益率は総じて高く回復がもつとも早い。いわゆるITバブルの崩壊によって利益率が急低下した通信部門はその後、力強い回復を示している。これらとは対照的に国内志向の小売業は消費の停滞によって利益率は概して低く、回復も鈍い。○五年以降も○七年第2四半期まで上場企業の収益性は持続的に上昇している⁽²⁾。企業の収益性からみた景気循環はユーロ導入前後で、二〇〇〇年代初頭のピークからボトムを含む、二つの循環に跨っていることが確認できる。

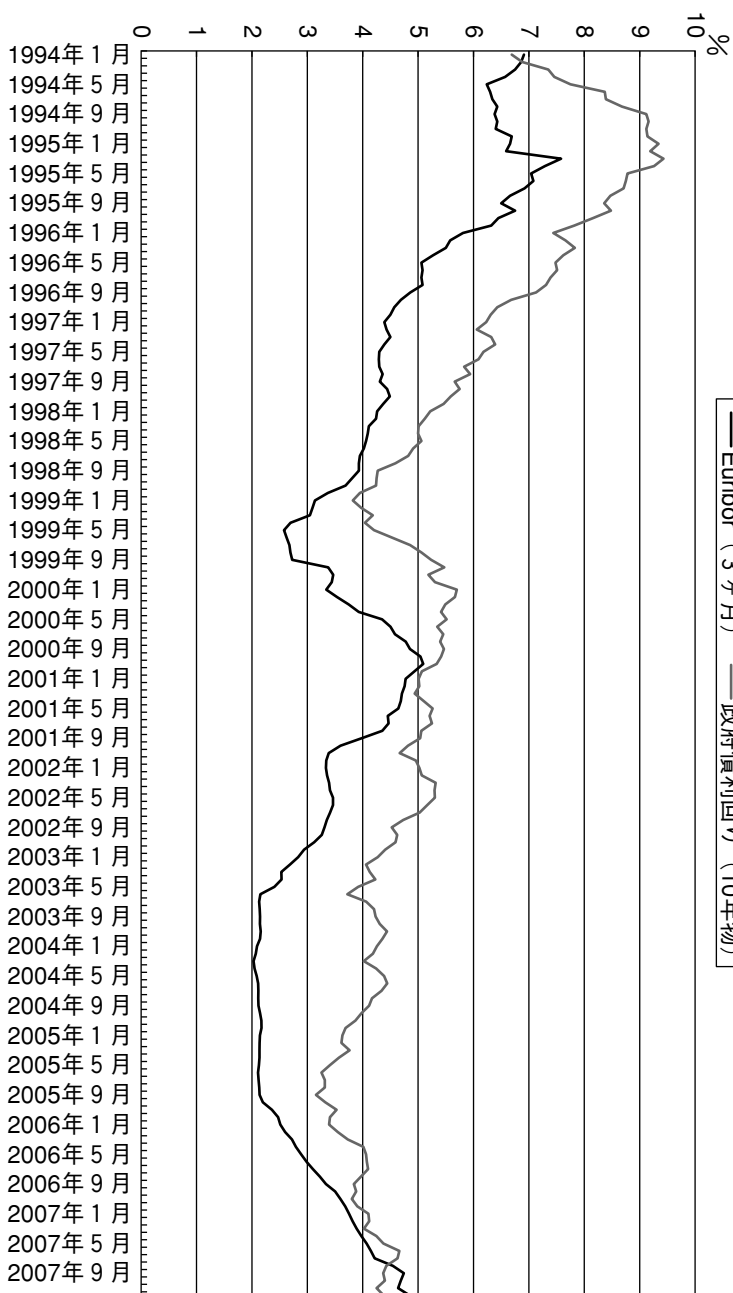
他方、利子率の動向をやや長期でみると九〇年半ばからユーロ参加国の長短金利は正常な利回り曲線を維持しつつユーロ導入に向けて収斂しながら下落していった。ユーロ導入直後の九九年中に底をうち○〇年に向けて急上昇した。その後反転して○五年まで下落を続けたが、再度、上昇に転じ○七年には、過去のピークであった○〇年の水準に近づきつつある(図1)。

図1での長期利子率はいわばリスク・フリーの政府債利回りであるが、企業の資金調達コストを規定するのは、同利回りに個々の企業の信用力・信用リスクを反映したリスク・プレミアム信用スプレッドを付加したものである。九九年には異なる格付け企業間のスプレッドは縮小していたが、○〇年から○二年にかけてはBBB格および高利回り社債のスプレッドは急激に上昇した。○三年には投資適格社債のスプレッドは急速な縮小し、○四年中にはユーロ導入後、最低の水準に至った。しかしその後上昇がみられ、さらにサブプライム問題が顕在化した○七年八月以降急上昇した。しかし、○一年から○二年の高水準には達していない(図2)。

2 企業の投資と金融

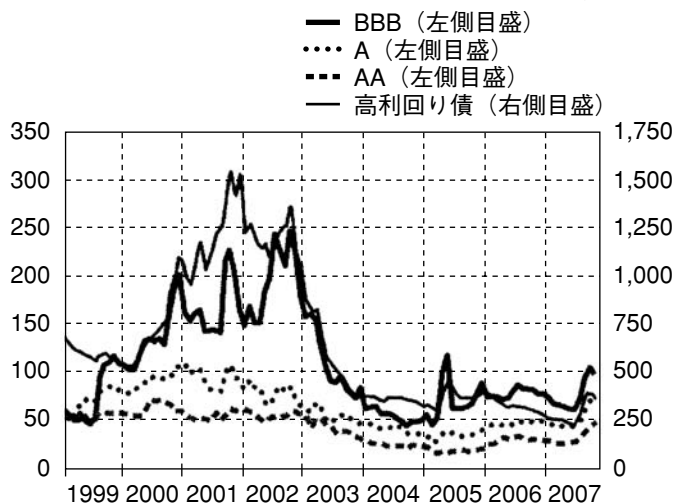
企業の資金需要を規定する企業の投資は、産業投資と金融投資に大別される。このうち、産業投資は固定資本

図 1 ユーロ域長短金利（月次ベース）の推移



(出所) ECB Statistical Data Warehouse より作成。

図2 ユーロ域社債スプレッド
(1999年1月～2007年10月；ベース・ポイントは日次データの月平均)



(原出所) Bloomberg and ECB

(注) スプレッドはEMU政府債 (AAA格) に対するもの

(出所) ECB Financial stability Report, Dec. 2007, p. 93.

投資とその他の非金融投資からなる。さらに後者は主に在庫投資からなる。それはマイナスの期間が存在することとみられるように、変動は激しいが量的にはネグリジブルである。一方、産業投資の中心は固定資本投資であるが、そこで注目されるのはグロスとネットの大幅な乖離である (図3)。その乖離の中心はいうまでもなく巨額な減価償却である。総固定資本投資の約七割を占める減価償却部分は「過去」の投資であって、新規の投資はあくまでもネットの純固定資本部分である。「その他非金融資産投資」を含むネットの産業投資と金融投資 (ネット) の推移をみると (図4)、ユーロ導入以降、一貫して金融投資が産業投資を上回っていることがわかる。しかも注目されるのは、産業投資に比べて金融投資は量的変動が激しく、波動的に増加・減少を繰り返している。金融投資は〇〇年にひとつのピークを打った後、〇五年半ば以降、再度、現在 (〇七年第3四半期) まで拡大を続けている。

金融投資の内訳 (図5) では他社株式・出資持分が最

図 3 産業投資の構成

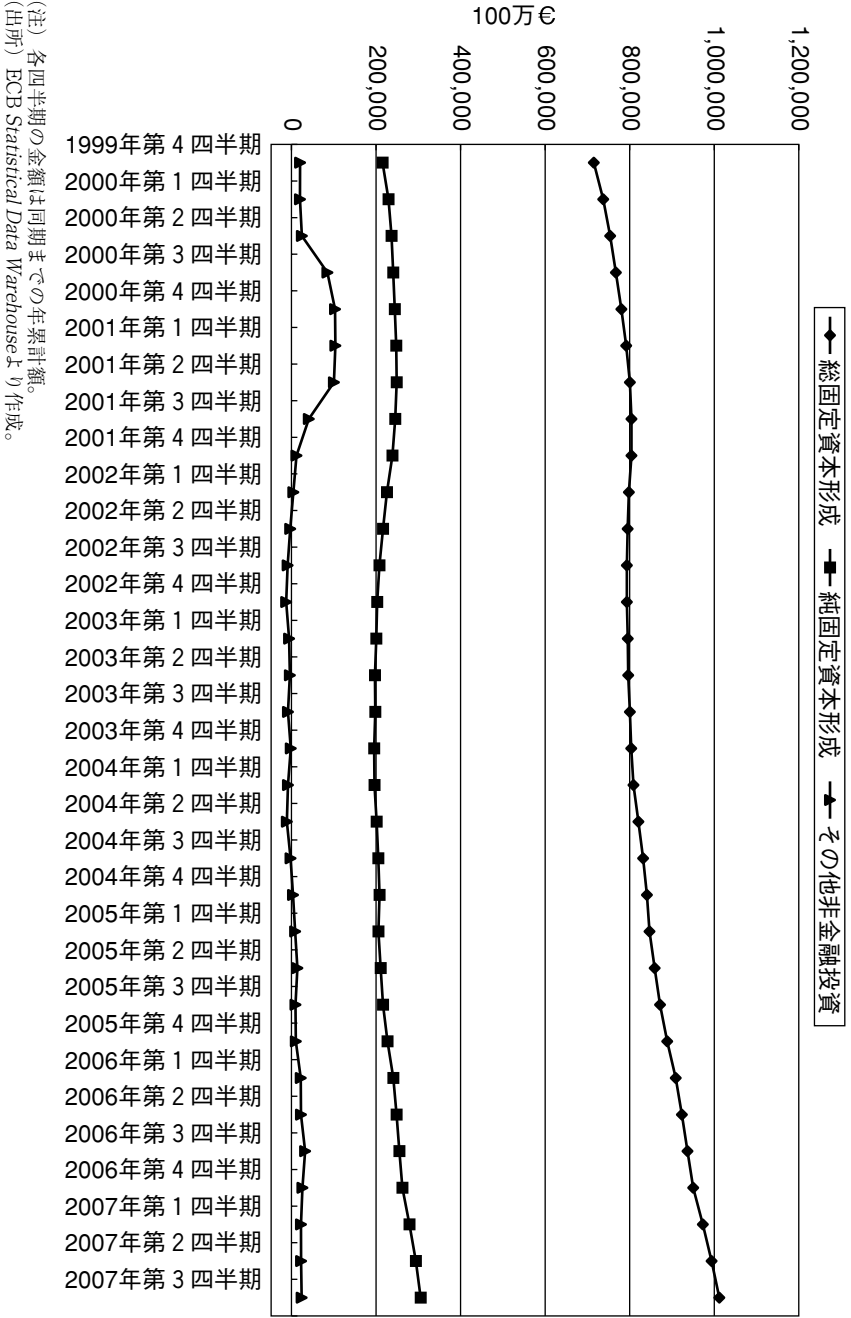
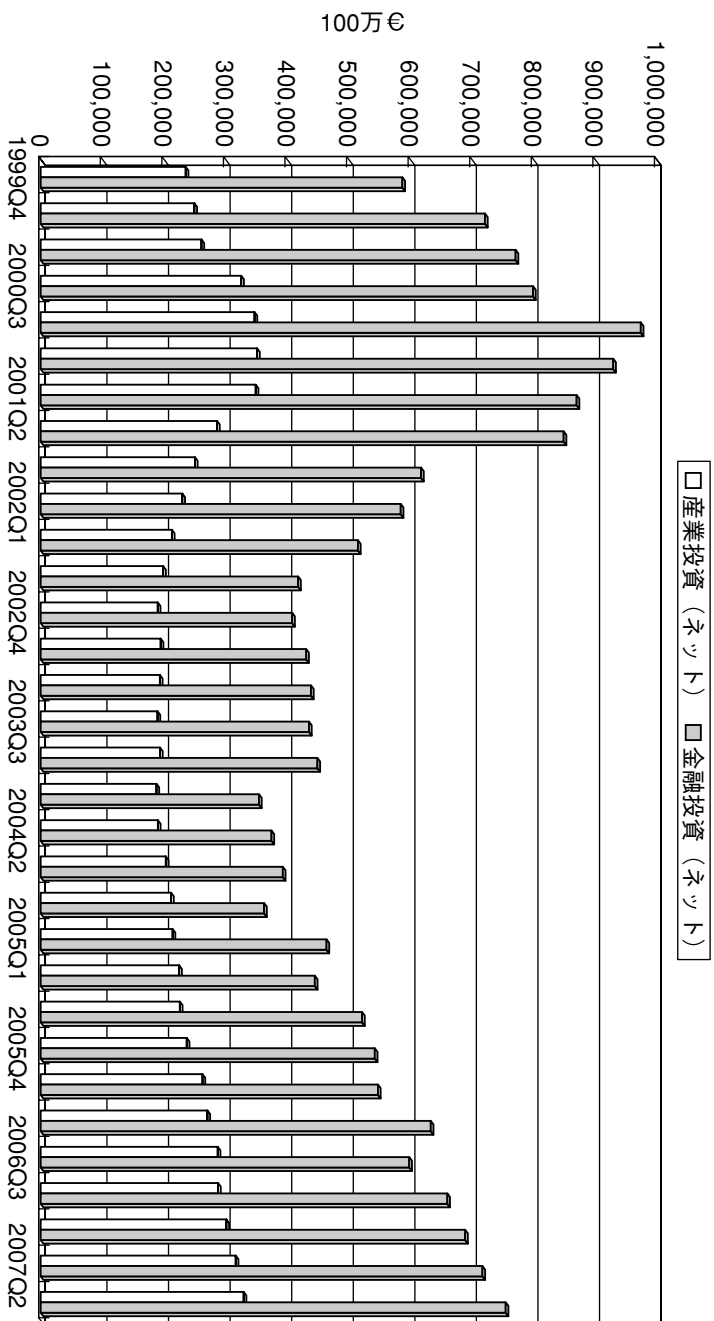
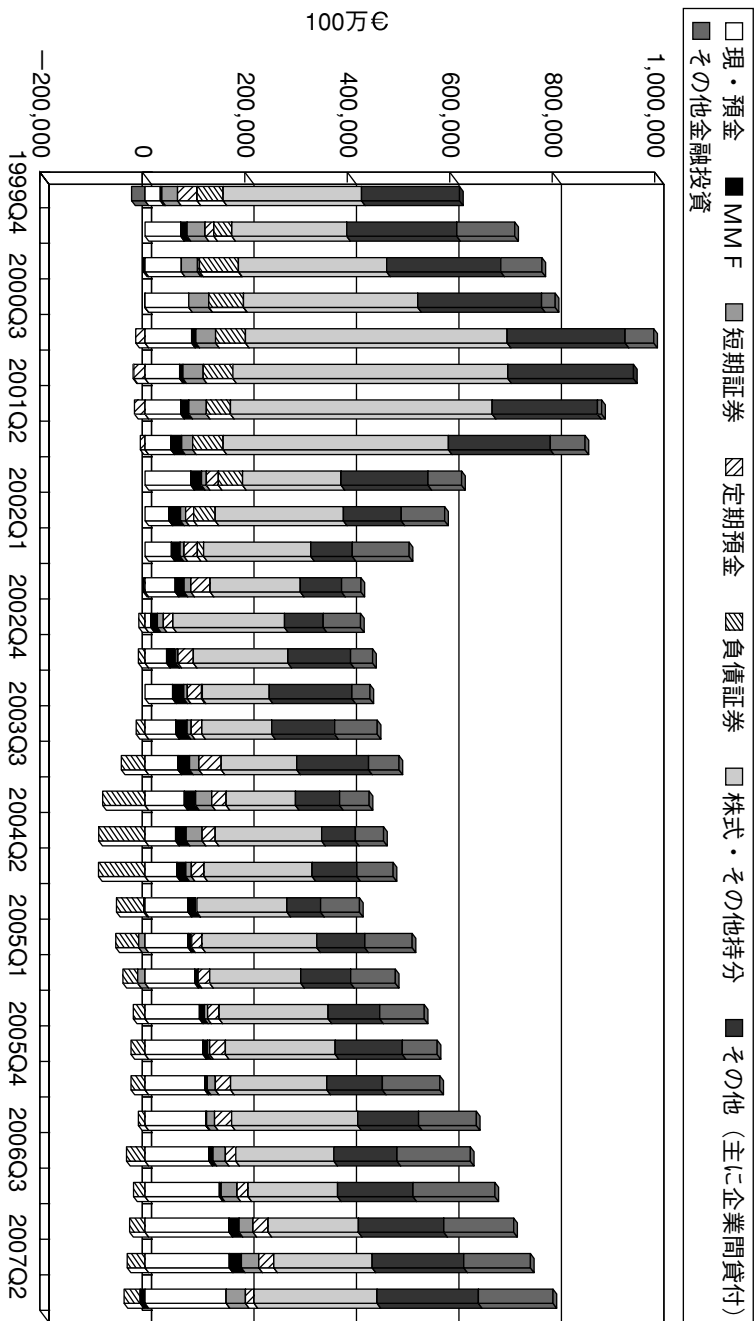


図 4 ユーロ域企業の投資の構成（産業投資と金融投資）と推移



(注) 図 3 の (注) 参照。
 (出所) ECB Statistical Data Warehouse より作成。

図 5 ユーロ域企業の金融投資（ネット）の構成と推移



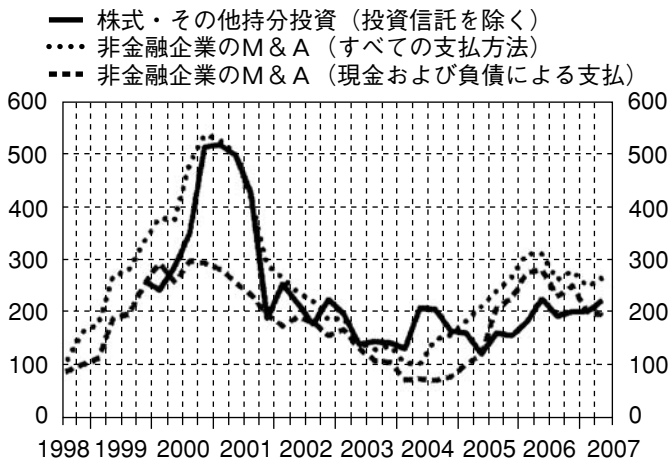
(注) 図 3 の (注) 参照。
 (出所) ECB Statistical Data Warehouse より作成。

大であり、金融投資がこれまで最大の九七四六億ユーロに達した〇〇年ではその五割以上を占めていた。さらに図6は九九年以降、企業による株式・その他持分への投資パターンがユーロ域企業のM&A（合併・買収）のそれに類似していることが示されている。金融投資の最大項目たる株式・その他持分投資はユーロ域企業のM&A（合併・買収）⁽³⁾活動を反映したものである。また逆に、後者が金融投資の増減・変動を規定しているといえる。

みてきたように、ユーロ域企業の投資は比較的安定的に増加する産業投資と変動の激しい金融投資によって構成されている。これに対して、企業の資金調達は内部資金と金融・資本市場から調達される外部資金から構成される（図7・表1）。内部資金のうち最大の項目は、先に捨象していた減価償却（資金）である。それに加えて純貯蓄（内部留保）、資本移転が内部資金を構成する。内部資金は九九年以降、外部資金に較べると、安定的に増加している。これに対して外部資金は変動が激しい。内部資金と外部資金との関係は、よく言われるように、企業の産業投資Ⅱ固定資本

図6 企業のM&Aと金融投資（株式・その他持分）

（10億 €；4 四半期累積額）

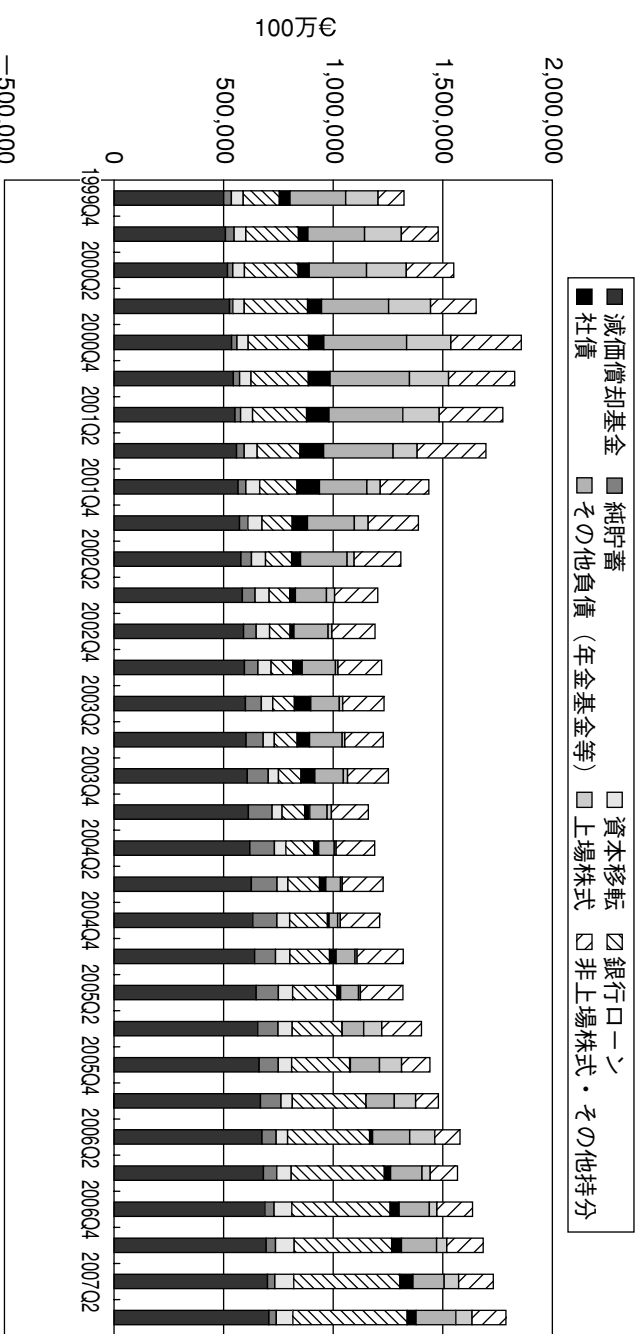


（原出所）Zephyr by Bureau van Dijk（2000年以降）、Thompson Financial Datastream（2000年以前）、およびECB, Eurostat (EAA)

（出所）ECB Monthly Bulletin, Nov. 2007, p. 84.

投資を内部資金で賄い、不足する残余部分を外部資金調達に依存するという静態的な理解では不十分であろう。すでにみたようにユーロ域企業が産業投資と同時に大規模な金融投資をおこなっていることを考えると、投資し

図 7 ユーロ域企業の資金調達の構成と推移



(注1) 株式・持分の金額は時価の増減額である。したがって資金調達額を正確に表すものではない。
 (注2) 四半期別の金額は4四半期累計額。
 (出所) ECB Statistical Data Warehouse より作成。

たがって、資金運用との相関で資金調達を考察する必要がある。

そこで、企業の投資（産業投資と金融投資）と金融（内部金融と外部金融）との相関性を各項目それぞれについて検討してみた（表2）。まず注目されるのは、外部金融と相関性の高いのは金融投資であって、産業投資（総固定資本投資）と外部金融は順・逆（プラス・マイナス）に関係なくその程度は低い。産業投資と相関性が高いのは唯一、内部資金のみである。第二に、企業の最大の外部資金

表1 ユーロ域企業の資金調達（グロス）構成

	1999年		2000年		2001年		2002年		2003年	
減価償却資金	499,864	37.8%	536,052	28.8%	565,386	39.4%	590,580	49.6%	607,912	48.6%
純貯蓄	35,049	2.6%	24,671	1.3%	35,757	2.5%	57,537	4.8%	95,551	7.6%
資本移転	54,101	4.1%	51,047	2.7%	63,428	4.4%	61,451	5.2%	46,307	3.7%
銀行ローン	164,934	12.5%	275,281	14.8%	170,111	11.8%	93,584	7.9%	102,763	8.2%
社債	48,750	3.7%	69,961	3.8%	102,238	7.1%	17,424	1.5%	63,084	5.0%
その他負債	253,719	19.2%	377,904	20.3%	216,466	15.1%	155,728	13.1%	130,433	10.4%
上場株式	147,934	11.2%	201,903	10.9%	60,876	4.2%	17,562	1.5%	19,038	1.5%
非上場株式・持分	118,869	9.0%	321,367	17.3%	221,872	15.4%	196,902	16.5%	186,695	14.9%
合 計	1,323,220	100.0%	1,858,186	100.0%	1,436,134	100.0%	1,190,768	100.0%	1,251,783	100.0%

	2004年		2005年		2006年		2007年	
減価償却資金	632,632	52.2%	661,734	45.9%	688,027	42.1%	706,358	39.5%
純貯蓄	110,127	9.1%	87,260	6.1%	41,948	2.6%	33,509	1.9%
資本移転	58,256	4.8%	61,058	4.2%	80,826	4.9%	75,776	4.2%
銀行ローン	172,475	14.2%	264,587	18.4%	448,669	27.4%	521,582	29.2%
社債	7,310	0.6%	3,283	0.2%	41,304	2.5%	40,594	2.3%
その他負債	39,252	3.2%	133,041	9.2%	137,812	8.4%	181,346	10.1%
上場株式	11,914	1.0%	100,491	7.0%	34,266	2.1%	74,092	4.1%
非上場株式・持分	180,148	14.9%	129,776	9.0%	163,097	10.0%	154,901	8.7%
合 計	1,212,114	100.0%	1,441,230	100.0%	1,635,949	100.0%	1,788,158	100.0%

(注) 図7の(注)参照。

(出所) ECB Statistical Data Warehouseより作成。

表2 投資と金融との相関性（1999～2007）

	内部資金	ローン	社 債	上場株式	非上場株式
総固定資本形成	0.823**	0.281	-0.357	-0.416	-0.169
金融資産投資（ネット）	-0.478	0.926**	0.534	0.747*	0.653

(注) 数字は1999年第1四半期から2007年第1四半期年まで計30四半期の各項目間の相関係数。相関係数上に**、*の付いたものは、それぞれ1%有意水準、5%有意水準での有意な相関係数を表す。

(出所) ECB Statistical Data Warehouseより算出。

源泉になっているローンは産業投資との相関性が低い一方で金融投資との相関性はきわめて高い。M & Aを含む金融投資の資金源泉が各種のローンであることがマクロ・データによって示唆されている。第三に、証券形態の資金源泉（社債と株式）も産業投資との相関性は低く、金融投資との相関性は相対的に高い。なかでは上場株式が最も高く、社債は最も低くなっている。

3 企業の外部金融と資本市場

以上のような企業金融の特徴を前提に、以下では企業の外部金融に関連する資本市場の新しい特徴を整理してみよう。

（１）社債市場

ユーロ域企業によって発行された社債残高は九九〇四年には、年平均一五％で増加した。これは経済通貨同盟（EMU）第二段階時（九四〇九年）の同増加率二％とは非連続的な増加率である。また、ユーロ導入以降〇四年半ばまではネットでの社債発行成長率は銀行ローンのそれを上回っていた。しかし、それは〇一年末頃から急落して〇三年にはやや回復するものの〇四年以降〇七年はじめまで低位で推移している。その背景はいくつか考えられるが、〇二年に非金融企業による社債発行が全般的に減速したのは、運転資本の需要減、負債水準の高位、投資家の信用リスクに対する懸念などである。後者は社債のスプレッド、とくに信用力の低い企業の社債スプレッドが〇一年以降急拡大したことにあらわれている。第二には、〇三年から〇四年にかけては、企業の収益性が回復するなかで負債の整理・統合が進展したこと。第三に、〇四年以降、社債スプレッドは縮小し、〇七

年はじめには、史上最低にまで低下したが、にもかかわらず、社債の発行は〇〇年前後と異なっており、増加していない。今回は負債の増大は銀行ローンによるものが主力であった。

グロスの発行額では常に短期債が長期債を上回り、両者の発行額の較差は月次ベースで見ると変動が激しい。しかし残高ベースで見ると、短期債は〇〇年前後で残高のシフトがあり、その後は定常的に推移している。すなわち発行と一年未満の償還を繰り返して一定の残高が維持されるのである。これに対し、長期債は同じく残高を〇〇年前後でシフトさせ、その後、増加率は低下しているが漸増傾向にある(図8)。

ユーロ導入以降の社債市場の構造変化のひとつが信用力の低い社債の発行の成長が最大なことである。九九年以前はA格以上の借り手に限られていたものが、ユーロ導入以降は、より低い信用力の企業にまで範囲が拡大している(図9)。しかし、他方で高利回り債(high-yield bond)は限界的な存在に留まっている⁽⁴⁾。

社債市場の第二の特徴はハイブリッド型の社債の定着である(図10)。ユーロ導入の当初は、転換社債市場の発展が著しかった。九七年から〇一年にかけてはユーロ域企業による転換社債発行額は同社債発行額の四分の一以上にも達した。しかし〇五年以降は低金利下で転換社債の発行は大幅に減少した。他方、低金利および社債スプレッドの縮小が進むなかで新たなハイブリッド型社債が登場し、増加している。〇五年以降は株式とローンの性格を結合したメザニン・ファインズが急増した。またこれと類似の発行日と償還日の間の利払いを含む一切のキャッシュフローのないPIK(payment in kind)ノートが盛んに発行されている。これらはM&A、とくにLBOに伴う資金調達として使用されている。

図 8 ユーロ域非金融企業発行社債残高の推移

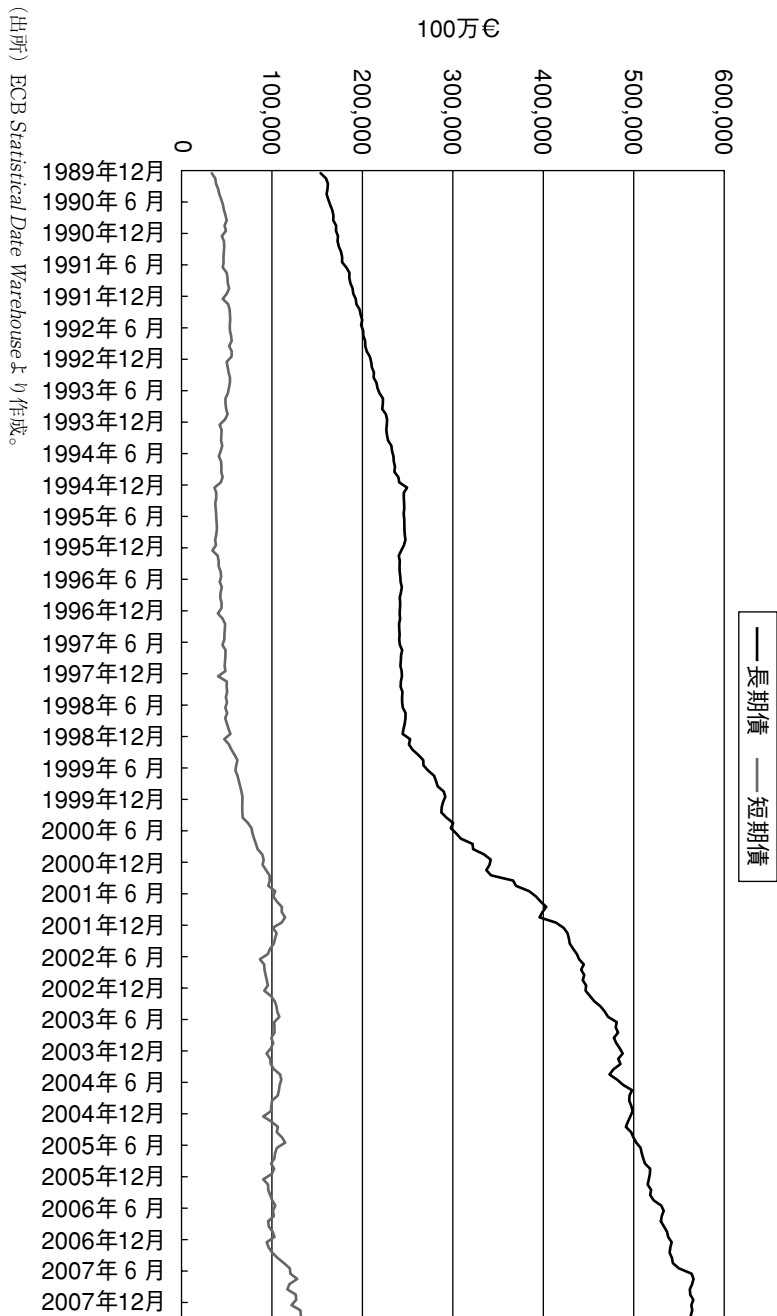
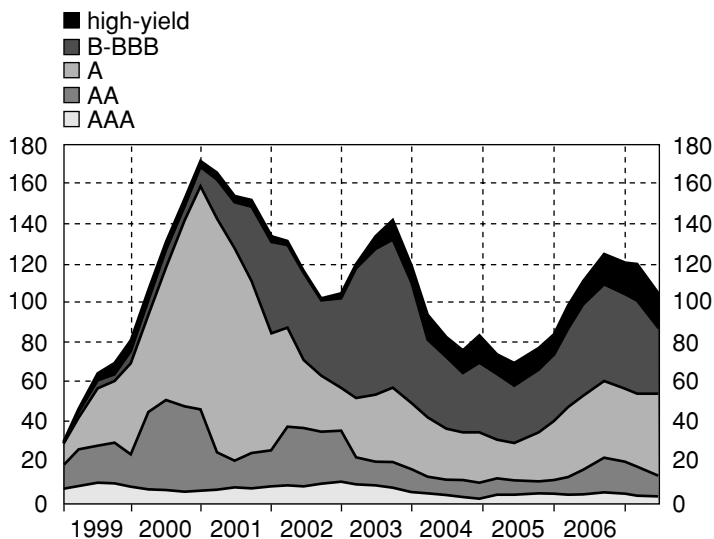
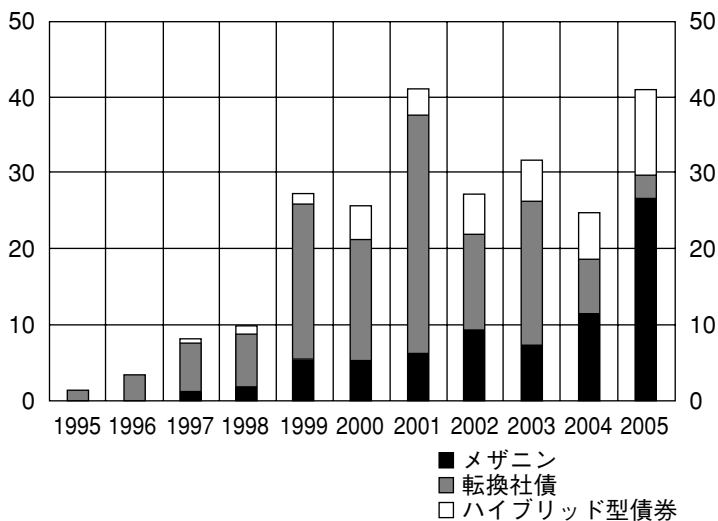


図9 ユーロ域非金融企業社債発行額（グロス・格付け別）
（1999年第1四半期～2007年第3四半期；10億€：4四半期移動平均）



（原出所） Thomson One Banker Deals.
（出所） 図2に同じ。

図10 ユーロ域非金融企業発行のハイブリッド型債券
（単位：10億€）

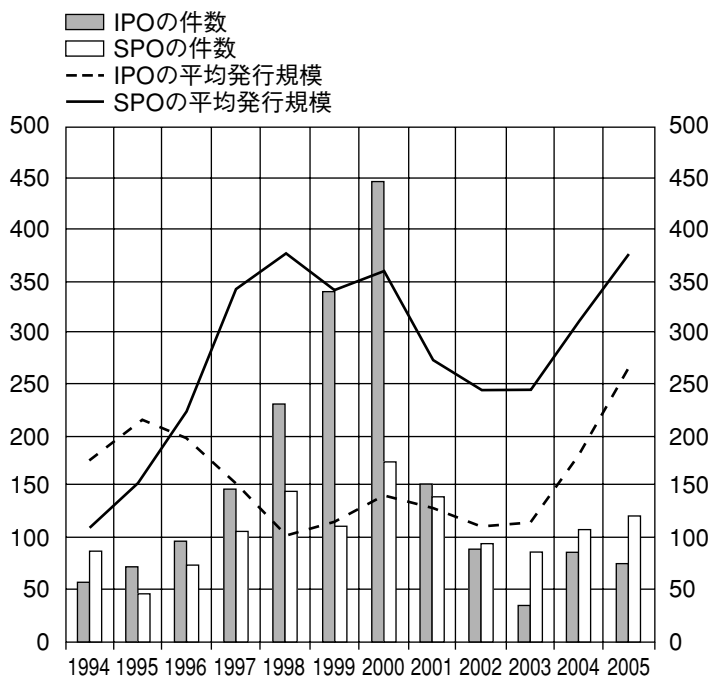


（原出所） Dealogic
（出所） ECB Occasional Paper series, No. 63, June, 2007, p. 56.

(2) 株式市場

上場企業による総株式発行額は社債発行額の場合と同様にユーロ導入を境にして上方へシフトした。とくに九九年から〇一年にかけてグロスの発行額は急増した。この時期は新規公開募集（IPO）が件数では既上場企業による発行（SPO）を大幅に上回った（図11）。IPOに関して言えば、九〇年代後半のそれはユーロ参加諸国の国有企業の私有化¹¹民営化（privatization）を反映していた。その後、九七年から〇〇年にかけては技術・メディア・電信（TMI）分野への集中が顕著である。一方、総発行額の増加とともに目立つのは、償還額がユーロ導入後、急増しその後、総発行額がボトム（〇三年第1四半期）から回復したのちも、それとの比較では高水準で推移し

図11 新規公開企業と上場企業による発行件数と平均発行規模（IPO対SPO）
（単位：発行件数；100万 €；年間データ）



(注) 発行規模は2年移動平均。

(原出所) Thomson Financial Database

(出所) ECB Monthly Bulletin, May, 2006, p. 92.

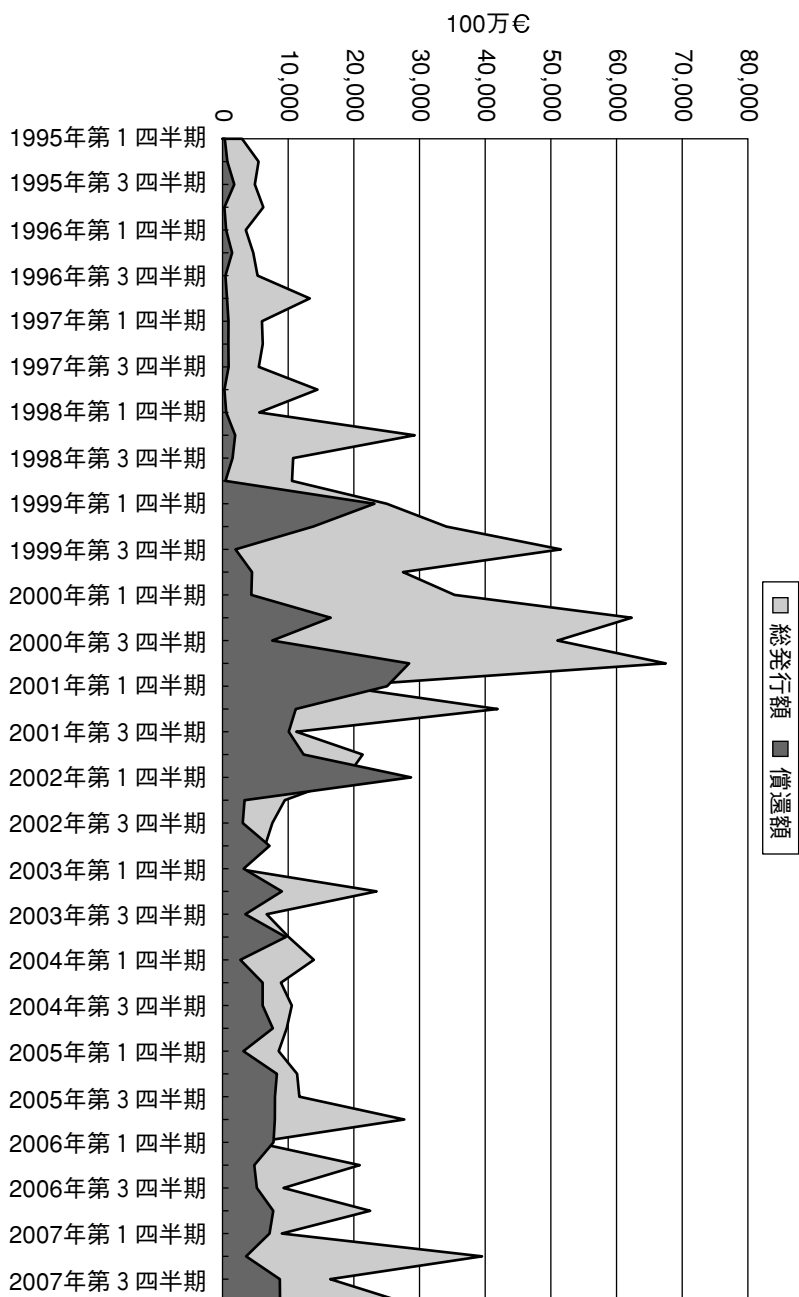
たことである。この点は特にユーロ導入以前と比較すると顕著である。したがって、ネットの発行額は〇〇年第2四半期のピークの後、低位で推移している。特に〇三年以降はネットではマイナス（償還超過）の時期も見られる（図12）。このようなネットでの株式発行の低迷に関して、その原因を（一）ニューエコノミー・バブル崩壊後の株価の低落、（二）低金利、（三）産業投資対内部資金の金融ギャップの縮小が指摘されている⁽⁵⁾。

株式発行手取金の使途、および株式償還の要因の内訳が正確には不明であるので、確認することはできない。しかし総発行額と償還額の推移の背景には、株式ユーロ導入直後と〇五年以降ではM&Aの方法の変化が寄与していると思われる。すなわち、ユーロ導入直後は買収企業による株式発行、同株式による被買収企業株式の購入、購入株式の償却という株式交換の方式が主流であった。したがって、株式発行はグロスで増加し、償還額もそれに比例して増加し、結果的にはネットとグロスのギャップが大きくなった。〇五年以降は、負債による調達資金あるいは自己資金による買収、購入株式の償却という方法へ変化している。

（3）銀行ローン

ユーロ域企業向けローンの動向は景気循環、経済成長との規則的な関連性が確認されている。特に、マクロ要因としては銀行ローンの成長率と非住宅投資との相関性が最も高いといわれる。〇四年までの二〇年間の企業向けローンの年平均成長率は三・二五%であり、非住宅投資のそれは約二%である。しかも企業向けローンの成長は非住宅投資にわずかに遅行している。他の諸要因も無視できないが、企業向けローンの動向を規定しているのは景気循環、なかでも企業の投資需要と考えてよい。景気循環からの規定性はユーロ導入後も、例外ではなかった。とはいえ、企業向けローンの実質年成長率はユーロ導入後、急上昇し、〇〇年末には、過去二〇年間で最高

図12 ユーロ域非金融企業による株式発行と償還の推移



(出所) ECB Statistical Data Warehouseより作成。

の九・五％に達した。このようなローンの高成長は持続的な産業投資の成長によって維持される一方で、ユーロ域企業による金融投資のための資金調達需要を反映している。すなわちこれらの金融投資とはユーロ域企業によって内外（特にアメリカ）で展開されたM&A活動である。⁽⁶⁾

(3) ー1 銀行ローンのセキュリタイゼーション

八〇年代末、アメリカを震源地とするセキュリタイゼーションは、企業金融とは区別されて、資産の証券化として固有の領域を形成してきた。しかも当初、セキュリタイゼーションは住宅抵当債権の証券化(MBS)から開始されており、企業金融とは直接の関係を有してはいなかった。九〇年代半ばにヨーロッパに移植された証券化も当初、住宅貸付が中心であった。しかし最近では、銀行は非金融企業向けローンの売却・証券化を債務担保証券(CDO)の形態で拡大しつつある。⁽⁷⁾しかも過去数年では、銀行はローンを資産として保有しながら、ローン債権保有に伴う信用リスクのみをクレジット・デリバティブを利用して売却・除去している。銀行のこのようなローンの流動化・証券化は企業金融という視点からみると資金のオペラビリティの向上に寄与することになる。またクレジット・デリバティブを使ったリスクの銀行部門から金融システム全体への転嫁・拡散はローンの供給のシフトをもたらし、さらに非金融企業へ供与される資金の量や価格に影響を与える。

ユーロ域の証券化の市場規模は〇四年まで年約三〇％で拡大したといわれる。また、ECB、ユーロシステムの公的統計では証券化の際に設立されるSPV(特別目的会社)の発行する種々の証券は非銀行金融機関による発行証券に含まれるが、後者の伸び率は、非金融企業発行の負債証券(社債)のそれを一貫して上回っている。このうちCDOを分離したデータは得られていないが、欧州証券化フォーラム(European Securitization Forum)によれば、ユーロ建てCDO証券の発行額は八八〇億ユーロに達し、前年比八〇％増である。また、いわゆる商

業用貸付証券、商業用不動産向け抵当貸付を担保として発行された債券はユーロ域で、約一〇〇億ユーロから約二五〇億ユーロへと増加し、ドイツがこの成長に大きく寄与している。

(3)―2 ユーロ域企業向けシンジケート・ローン

シンジケート・ローン自体は歴史的にはアメリカに出自を持ち、その後六〇年代末にはユーロ・カレンシー市場へ移植され、きわめてグローバルな性格を有した金融手段である。その規模は七〇年の七〇億ドルから〇五年には三兆五〇〇億ドルへ増加している。〇五年のユーロ域企業向けシンジケート・ローンの総額は、九八年時点の約七・五倍である。対照的に同期間に、米国、英国のシンジケート・ローンはそれぞれ三七%、九五%が増加した。米ドルがシンジケート・ローン市場の主要な契約通貨として使用されてきたが、ユーロ導入後、この傾向は顕著な変化がみられる。すなわち、九八年、ユーロ継承通貨で契約されたグローバルなシンジケート・ローン市場のシェアはわずか約五%だったの対して八〇%以上は米ドルが占めていた。九九年以降、ユーロ建てシンジケート・ローンのシェアは次第に増加して今日では二〇%以上に達している。

しかも、ユーロ域のシンジケート・ローン市場は量的な拡大とともに質的な形態変化をとげている。すなわち、参加銀行は巨大な借り手に対して共同でクレジット・ラインを設定するという比較的、非流動的な市場から、きわめて流動的な第二次市場を有するより競争的な市場に転換している。しかも第二次市場にはヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンド（PEF）やその他の機関投資家が参加してきており、ローン市場の証券化と同様な傾向がみられる。事実、九〇年代後半から二〇〇〇年代はじめのシンジケート・ローンの成長は確立された第二次市場や台頭しつつあるクレジット・デリバティブ市場に支えられてきた。そして第二次市場やクレジット・デリバティブ市場はシンジケート・ローンの幹事銀行（オリジネーター）が信用リスクの一部をこ

これらの機関投資家へ転嫁することを可能にしている。

シンジケート・ローンの目的別構成をみると、低金利下にある現在、借り換えのほかではM&A関連なかでもLBOのための資金調達、○五年、○六年と劇的に増加している。

4 結びにかえて

以上、ユーロ導入を跨ぐ二つの景気循環の下でユーロ域の企業金融を資本市場との関連で俯瞰してみた。企業金融の調達側に着目すれば、社債発行額や株式発行額はユーロ導入前後で不連続に増加した。その後、景気後退の中で企業は財務の再構築を進めた後、○三年後半から○七年夏までの好況過程では、主要な外部資金は（銀行および非銀行金融機関による）ローンによって担われている。企業金融という点からみると証券形態での資金調達の比重は、ユーロ導入直後と比較すると、むしろ低下している。ユーロ導入直後に台頭した市場型金融の後退のようにみえる。たしかに証券形態での資金調達は企業の資金調達構成のなかでは限界的市場にとどまっているが、伝統的な証券市場である社債市場、株式市場それ自体は質的な成熟を開始している。社債市場では、長・短証券残高の量的な上昇シフトの下で、証券の種別化・ハイブリッド化、信用リスクを反映した価格IIスプレッドの形成、多様な格付け社債の登場などがある。また株式市場では、企業のM&A（買収・合併）ブームが同市場を「企業支配権」市場へと変貌させようとしている。また自社株の買戻しも増加している。さらに依然として企業の最大の資金調達源泉である銀行ローンもはや伝統的なものではなく、第二次市場を常態化したシンジケート・ローン、クレジット・デリバティブを組み込んだ資産の証券化、セキュリティゼーションの拡大などは市場型金融へのベクトルである。

以上の資金調達側の変化に対応する企業の投資行動の特徴として、波動的な増減を主導しているのは産業投資ではなく金融投資なかでもM&Aであることが浮き彫りになってきた。

(注)

- (1) マクロ・データとは二〇〇七年六月から四半期ベースで集計・公表されはじめたユーロ域勘定Euro Area Accounts統計を指す。同統計の概要については、“The Introduction of Quarterly Sectoral Accounts Statistics for the Euro Area” ECB *Monthly Bulletin*, Nov. 2007.を参照のこと。

本レポートはECB月報 (*Monthly Bulletin*) 所載の諸論文の他に、“ECB (2007a), “Corporate Finance in the Euro Area, including background material”, *Occasional Paper Series*, No 63, June.に拠っている。

また本レポートはユーロ域企業をマクロ的に集計したデータを使用したため、企業の業種間、規模別さらにユーロ域参加国間の差異には言及していない。これらの問題については前掲“ECB (2007a)を参照のこと。

- (2) ECB (2007b), “Economic and monetary developments”, *Monthly Bulletin*, Sep, p. 49.

- (3) 金融資産投資の主要な構成要因であるM&Aの推移をみると、〇五年以降、再度その取引額を急増させている。〇六年までの一年間に、ユーロ域企業が買収企業として実行したM&A取引額は四六六〇億ユーロに達し、そのうち非金融企業によるものは六〇%、二八〇〇億ユーロであった。その後もこの趨勢は〇七年はじめまで続いている。〇七年はじめまでの一年間にユーロ域企業が買収企業および被買収企業となったM&A取引額は七〇〇〇億ユーロに迫ろうとしている。また〇五年以降のM&A取引額は、〇一年はじめの過去のピークに迫る勢いである。九〇年代末から二〇〇〇年代初頭のM&Aブームと今回のそれとの顕著な相違は、前回のM&Aの主要な部分が株式交換によって実施

されたのに対して、今回は現金ないし負債による資金によるものが主流になっている。ECB (2006), "Recent Trends in Merger and Acquisition Activity in the Euro Area", *ECB Monthly Bulletin*, July, pp. 36-39. ECB (2007c), "M&A Activity and Stock Price Developments in the Euro Area", *ECB Monthly Bulletin*, Aug. pp. 36-37. しかる後者はLIBOの形態に於てM & Aが支配的である。伊豆久「M & A・LIBO・CDS」『証研レポート』一六四〇号「最近のLIBOの特徴と背景」『証研レポート』一六四二号、日本証券経済研究所、Blundell-Wignall, "Private Equity Boom", *OECD Financial Market Trends*, No. 92, 2007. 参照せよ。

- (4) Bonde, G. de and Marques D. (2004), "The High-Yield Segment of the Corporate Bond Market: A Diffusion Modelling Approach for the United States, the United Kingdom and the Euro Area", *ECB Working Paper Series*, No. 313/ Feb.
- (5) ECB (2007a) p. 58.
- (6) 欧州中央銀行ECB (2005), "Financing Conditions in the Euro Area", *Occasional Paper Series*, No. 37, 2005。
- (7) ユーロ域におけるCDOを含む最近のセキユリティゼーションの動向について、ECB (2008), "Securitisation in The Euro Area", *Monthly Bulletin*, Feb. 参照。

(三) 伊藤 嘉孝 (いとう・かこう) 中京大学教授

第三者割当増資の規制に関する英米の事例

一上季代司

1 はじめに

今年の初め、東証が「上場企業が第三者割当増資のため一定割合以上の新株を発行する際、株主総会の事前同意を義務化するなどのルール導入」を検討している、と報じられた（『読売新聞』二〇〇八年一月七日付け）。その後、日本監査役会協会でも第三者割当増資の規制を強化すべきとの意見が出ているようである。

これまで第三者割当増資は、公募増資の困難な業績不振企業の資金調達などに用いられてきた。ところで、第三者割当増資は、発行価格によつては既存株主の経済的利益を希薄化（Dilution）する恐れや、その主要目的が資金調達ではなく企業支配権の維持（あるいは移動）など不公正発行（Abuse）につながる恐れがあることも指摘されている。

第三者割当増資の規制強化論が台頭している背景としては、①こうした恐れのある第三者割当増資の規模が、近年、急速に膨らんでいることに加え、②第三者割当増資に対する規制内容がもとより緩やかであることがあげられよう。わが国では、授權資本の未発行株式については、新株の発行ならびに割当先に関する決定権限は取締役にある。既存株主が自らの利益保護のために講じ得る手段としては、発行価格が「特に有利な場合」（有利発行）において株主総会の特別決議（三分の二以上）を要すること、といった程度のものしかない。

では第三者割当増資の規制強化としては、どのようなものが考えられるのであろうか。その場合に参考にされ

る事例としては、欧米諸国である。ちなみに、イギリス（およびヨーロッパ諸国）とアメリカでは、この面での会社法における規制の方向はかなり対照的であるが、規制の実効性と言う観点から、英米両国ともに、①会社法や②上場規則のほか、③法律ではないが機関投資家のガイドラインや株主による集団訴訟等のような民間レベルの対抗措置も非常に大きな意味を持っており、これら三層の規制措置が合わさってはじめて有効に機能しているように思われる。わが国が参考にすべきはむしろこの点である。

そこで、英米両国について、①会社法レベル、②上場規則レベル、③民間レベルの三つの規制的措施を紹介し、日本における第三者割当増資の規制の在り方・方向性を探ってみたい。

2 会社法の取扱い（Opt-out Opt-in）

新株発行に際して、既存株主が第三者に先んじて（あるいは第三者よりも有利な条件で）その持分割合に応じた新株を引き受ける権限を「Pre-emption Right」（株主の新株引受権）という。この権限のもとでの新株発行は「株主割当増資」となるが、これによって既存株主は新株発行による株主価値の希薄化と企業支配権の移動を防ぐことができる。他方、株主割当増資は新株発行による資金調達源泉を狭い範囲（既存株主）に限定することに加え、株主への割当通知から新株発行まで、時間（したがって株価変動リスク）と経費がかかること等、資金調達の機動性に欠ける、というデメリットが指摘される。

これとは逆に、株主の新株引受権を排除して、例えば公募増資あるいは第三者割当増資、私募など経営者の裁量を發揮できる方法で発行すれば、資金調達源泉を拡大でき、あるいは資金調達の機動性を高めることができるが、一株あたり利益の低下や持分比率の低下など既存株主の利益を侵害する恐れが生じる。そこで、①既存株主

の利益保護と②資金調達に関する経営者の裁量維持の相反する要求をどうバランスさせるかが問題となるが、そのバランスのあり様は株主の新株引受権を排除する際にどのような制約条件をつけるか、にかかってくることになる。抑止力としての集団訴訟の容易さなどもこれに関係してくるだろう。そこで最初に、会社法における株主新株引受権の取扱いを見ておこう。

マイナーズ「二〇〇四」は、株主新株引受権Pre-emptionの取扱いによつて、各国の会社法を、大きくOpt-outとOpt-inの二つに分類している。イギリスをはじめとするヨーロッパ各国は、一九七六年に採択されたEU会社法第二次指令により、株主新株引受権を会社法に明記することとなっている。例えば、イギリスの会社法には、「既存株主に持分割合に応じて株式を第三者と同等か、それよりも有利な条件で割り当てる」のでなければ株式をその第三者に割当てはならないとされる（二〇〇六年会社法五六一条⁽²⁾）。したがって、公募増資や第三者割当増資を行う場合には、定款の定めによるか、あるいは株主総会で決議するなど特別の措置を講じて、あらかじめ株主新株引受権を排除しておく必要がある。こうした取扱いをOpt-outと呼ぶ。

その逆に、アメリカの多くの州会社法では、株主新株引受権は会社法に明定されていない。そこで既存株主の利益保護を優先するために株主に新株引受権を確保しようと思えば、あらかじめ、会社定款にその旨の明記をしておく必要がある。こうした取扱いをOpt-inと呼ぶ。マイナーズ「二〇〇四」によれば、アメリカにある四八の州法のうち、三三州はOpt-inであり、そのなかにはデラウェア、イリノイ、ニューヨーク、ニュージャージーなど代表的なアメリカの上場企業ほとんどが本社を置いている州が含まれる⁽³⁾。したがってアメリカは株主新株引受権の取扱いについてOpt-inであるときみなして差し支えないであろう。

わが国の会社法は、株主新株引受権について明定がなく、授權資本の枠内であれば新株発行とその割当の権限

は取締役にあるので、アメリカの大多数の州会社法と同様、Opt-inに分類されることとなる。

3 イギリス会社法における株主新株引受権排除の条件

Opt-outの会社法を持つ国では、株主新株引受権を排除するためには、会社法に特に排除のための条件を設ける必要があるが、イギリスでは、具体的にどのような条件なら株主新株引受権は排除 (Disapplication) できるのであろうか。

まず取締役は、定款の定めまたは株主総会決議によって、新株発行とその割当の授權を承認される (Authorization) 必要があり (五五一条)、その授權には割当株数の上限と効力発生期限を明記されていなければならない (五年を越えない)。なお、株主総会特別決議 (七五%以上) により、この権限を延長することは出来る (ただし五年を越えない)。この授權がある場合において、定款の定めまたは総会特別決議により、株主の新株引受権を排除し、あるいは修正することができる (五七〇条、五七一条)。

もっとも、①ボータス株の割当⁽⁴⁾ (五六四条)、②現金以外の対価で行われる株式の割当 (五六五条)、③従業員持株計画への割当 (五六六条) については、株主新株引受権の適用除外となっており、このために定款の定めや総会の承認決議を得ておくことは不要である。

ここで、イギリスの株式発行方法について一瞥しておこう。イギリスの株式発行方法は、①「Right Issue」(株主割当発行)、②「Open offer」(株主優先募集発行)、③「Placing」(第三者割当発行)、④「Public Offer」または「Offer for Subscription」(公募) に分かれる。このうち③のPlacingは現金対価のCash Placingと現金以外の対価 (例えば株式対価) で払い込まれるVender Placing (Vender Consideration Placingとも呼ぶ) に分かれる。

Right Issueは株主に新株引受権を与えて発行されるもので、株主は払込に応じなければその新株引受権を売却することが出来る。新株引受権は株式募集価格を行使価格、申込期日⁽⁶⁾を満期日とするコールオプションとなすことができ、売却代金は株主がこの割当に応じない場合に生じる利益の希薄化を補償するものとなる。

Open Offer、Right Issueと同様、株主に新株引受権があるのだが、その新株引受権は「Clawback」と呼ばれ、譲渡できない。このため、払込に応じなければ失権する。したがって、割当に応じない場合の株主利益の希薄化を補償するものがない。

Right IssueとOpen Offer、ともに株主に新株引受権があるので発行に際してDisapplicationの手続きは不要であるが、Cash PlacingやPublic Offerは新株の引受を株主以外の第三者あるいは公募に委ねるので「定款の定め」か「総会特別決議」によるDisapplicationの手続きが必要となる。

なお、Vendor Placingは通常、株式交換による企業買収に用いられる方法であって、買収側企業が発行する株式は、被買収企業株の売却側（vendor）に割り当てられる。これは現金対価の株式発行ではないので、株主新株引受権がもとも適用されない（五六五条）ため、Disapplicationの手続きは不要である。このほか、「Cashbox structure」がある。これは第三者（通常はマーチャントバンクや投資銀行）が現金のみを資産とする特別目的会社（通称「Cashbox Company」と呼ぶ）を設立し、これを株式交換によって買収するもので、買収後、会社を解散させて資金を取りこむ方法である。実質的には現金対価の第三者割当（Cash placing）であるが、形式的にはVendor Placingの一種なのでDisapplicationの手続きは不要である。

以上は、会社法に基づく規定であるが、これを補完する形で、上場規則、民間レベルのガイドラインなどがある。次に、イギリスにおける上場規則ならびに機関投資家によるガイドラインをみよう。

4 イギリスの上場規則 (FSA上場規則)⁽⁷⁾

イギリスの上場規則 (Listing Rule、以下L.R.と略) は、会社法と同様に、原則、株主に新株引受権があることを明記している (L.R.9.3.11)。また、株主新株引受権が適用されないケースとして、①会社法に基づき新株引受権排除 (Disapplication) の授權を得ている場合や② (a) 端株発行、(b) 海外の法・規制上の理由が必要または適当と認められた場合の株式発行、③従業員持株計画への金庫株売却、④海外の会社が新規上場に際しておこなう株式発行、があげられている (L.R.9.3.12)。

前述の株式発行方法のうち、Right issueを除くOpen Offer、Placing、Vendor Consideration Placing、Offer for Subscriptionの場合には、発行価格のディスカウント幅を⁽⁸⁾一〇％に制限している (L.R.9.5.10(1))。これは、ディスカウント発行による既存株主の利益希薄化を防ぐためと解される。なお、一〇％をこえてディスカウントを設定したい場合には、株主総会の特別決議を得ておくか、あるいは株主新株引受権排除の事前承認を得ておく必要がある (L.R.9.5.10(3))。

なお、上場規則は、上場会社による大規模取引について一定の条件を上回るものについて総会決議を要求しているが、資産取得の対価としての株式発行もこれに含まれる場合がある。すなわち、大規模取引の基準として資産比率、利益比率、売上高比率、価格比率、総資本比率⁽⁹⁾の五つの比率が用いられ、このうち①すべての比率が五%未満をクラス三、②ある比率が五%以上だがすべての比率が二五%未満をクラス二、③ある比率が二五%以上の取引をクラス一、④上場会社による事業・非上場会社・資産買収のうち、ある比率が一〇〇％を超える場合あるいはその事業、取締役会、企業支配権に根本的な変更をもたらす場合を「逆企業買収 (逆TOB)」と分類し (L.R.10.22)、クラス一および逆TOBは株主総会の承認決議を義務付けている (L.R.10.5.1, 10.6.1)。すなわ

ち、現金対価以外の株式発行の場合、上記のクラス一、逆TOBに該当する場合には、総会決議を義務付けられるわけである。

5 民間団体によるガイドライン

上記の会社法、上場規則に加えて、イギリスでは株主新株引受権の取扱いに関する民間団体のガイドラインがある。このガイドラインは法的拘束力を持つものではなく、発行会社と株主が、株主新株引受権の取扱いを議論する際のベースを提供するもの、とされているが、実際にはさわめて大きな影響力を持っている。民間団体「Pre-Emption Group」による「Disapplying Pre-emption Rights, A Statement of Principles」がそれである⁽¹⁰⁾。

このプリンシパルは、主としてロンドン証券取引所の公式上場企業による現金対価の株式発行において、経営者から「株主以外に割り当てる株式発行」(issuing non pre-emptively)が提案された際に、その提案を、①「Routine Requests」および②「Non Routine Requests」に分けて、提案への対応の原理・原則(Principle)を設けている。まず、Non pre-emptively発行が、年間、普通株式発行額の5%未満、三カ年でも七・5%未満であり、デイスカウン

①The strength of the business case	資金調達目的、これにより得られるベネフィット、このファイナンスが当該企業のライフサイクルやニーズにいかにか合致しているか
②The size and stage of development of the company and sector within which it operates	小企業で潜在成長力が高い場合には賛成できるだろう
③The stewardship and governance of the company	ガバナンスが優れている場合には賛成できるだろう。たとえば株主価値を創造し、明瞭な経営企画、よきコミュニケーションがあった場合
④Financing Option	多くの選択肢の中でなぜ、non pre-emptiveが好ましいのか説明すること
⑤The level of dilution of value and control for existing shareholder	株主利益および企業支配権の希薄化の程度を説明すること
⑥The Proposed process following approval	賛成決議が得られたあとの手続き(たとえば、実際に発行の発表が行われるまでの株主との対話のやり方)
⑦Contingency plan	賛成が得られなかった場合の代替プラン

ト幅が五%未満の場合は、「Routine Requests」であり、ほとんど問題とならないので、株主と経営者との対話も不要であり、投資家は基本的に賛成してもよいケースとされる。こうして、Routine Requestsの場合は、定時株主総会でよほどのことがない限り賛成の決議が得られることとなる。

他方、発行株数がこれを越えるか、ディスカウント幅がこれを上回る提案は、「Non Routine Requests」に分類され、株主に①～⑦の情報（前ページ）を伝え、理解を得る必要があるとされる。

Non Routine Requestsの場合は、上記の情報提供とそれに基づく対話によって正当性を証明できれば定時株主総会で賛成の決議が得られるが、さもなくば特別に召集された臨時株主総会が必要になるとされる。

以上、イギリスにおける株主新株引受権の排除については、会社法、上場規則、民間団体によるガイドライン、の三つのレベルで規制措置があり、それを纏めてみると、下のようになる。

株式発行方法	「会社法」 Disapplicationのための「定款の定め」または「総会特別決議」	「上場規則」 ①量的規制 ②ディスカウント幅 の規制	「Principles」 ①量的規制 ②ディスカウント幅 の規制
Right Issue	×（不要）	①なし ②なし	①なし ②なし
Open Offer	×（不要）	①なし ②10%以下	①なし ②なし
Cash Placing	○（必要）	①なし ②10%以下	①年間5%、3年間で7.5%まで ②5%以下
Vendor placing	×（不要）	①なし ②10%以下	以前のガイドラインでは ①10%まで ②5%以下
Public offering	○（必要）	①なし ②10%以下	①年間5%、3年間で7.5%まで ②5%以下

（注1）Vendor Placingは、前の「ガイドライン」では量およびディスカウント幅の制限があったが、新しいprinciplesは「現金対価」のNon pre-emptively発行だけを対象としている。

（注2）このほか、上場規則では現金対価以外の株式発行であってもクラステストによりクラス1、逆TOBに該当する場合には総会決議を必要とする。

（出所）Myners [2004] pp12～13、に加筆修正を加えた。

6 アメリカにおける上場規則 (NYSE、NASDAQの上場規則)

先述のように、アメリカでは多くの州会社法で株主新株引受権について^①の扱いがなされており、基本的に株主には新株引受権が与えられていない場合が多い。しかしながら、連邦レベルの会社法のないアメリカでは、しばしば証券取引所上場規則が、その代替的役割を担っている場合が多く、NYSE上場規則およびNASDAQ上場規則において、第三者割当増資や公募によって株主利益および支配権の希薄化が生じることに対し、次のような歯止めをかけている。

NYSEでは、①議決権の二〇%以上あるいは普通株の二〇%以上に相当する普通株発行（株式転換権、新株予約権の発行も含む）については前もって株主総会の承認決議を義務付けている。ただし、発行価格（転換価格、行使価格）が簿価または時価いずれか高いほうの金額以上である場合には、その必要はない。②企業支配権の変更をもたらすような発行にも前もって株主総会の承認決議を義務付けている（NYSE上場規則312.03(c)および(d)）。

同様にNASDAQでも、①企業支配権の変更をもたらすような発行、②議決権の二〇%以上あるいは普通株の二〇%以上に相当する普通株発行および役員・株主による売出发行（株式転換権、新株予約権の発行も含む）のうちで、簿価または時価いずれか高いほうの金額未満での発行は株主総会の承認決議を義務付けている（NASDAQ上場規則4350(i)(B)および(D)）。

マイナース「1100五」は、このような取引所上場規則に加えて、アメリカでは信任義務（Fiduciary Duty）に関する慣習法（Common Law）が発達しており、株主利益を侵害するような株式発行は「信任義務」違反と主張することがごく普通のことになっている、と指摘する。すなわちアメリカでは、株式の不正発行は、

株主新株引受権によって防衛する必要がないほど、「信任義務」の思想が浸透しており、もし、こうした不公正取引があるとみなされれば、「信任義務違反」として集団訴訟（クラスアクション）の対象とされる（同、一五ページ）。集団訴訟は個人投資家にとってほとんどコストがかからない。株式の不公正発行にかかる訴訟は相対的に少ないが、それでも皆無ではないとされる。

この点につきマイナーズは次のように言う。アメリカでも株主の新株引受権は、遅くとも一八〇七年にはコモロー上でも当然と認められており、一九二二年には最高裁判例においても確認されており、イギリスと同様であったにもかかわらず、一九三〇年代以降、新株引受権を排除する権限を認める制定法が出現し始め、一九六七年にデラウェア州が州会社法に株主新株引受権のOptional規定（既述）を導入して以来、それが各州に拡大していた、とされる。その理由として、マイナーズは三つ挙げる。第一に、普通株以外の種類株の発行が拡大し、資本構造が複雑化して、どの種類の株式に新株引受権を付与して、どれに付与すべきではないのか、見分けることが容易ではなくなったこと。第二に、経営者にとって株主新株引受権をそのまましておくことは、面倒であり、企業目的の追求にとっても障害だからである。開示要件や株主通知から発行までの時間などコストと不確実性が高いからである。第三に、信任義務（Fiduciary Duty）に関する慣習法（Common Law）が発達するにつれ、株式の不公正発行に対する少数株主の恐れが減退したからであるとされる。マイナーズは、最後の「信任義務」の浸透を最大の理由に挙げる（マイナーズ「二〇〇五」、十三～十五ページ）。

7 主要ヨーロッパ諸国の Non Pre-emptive Issue の条件

なお、イギリスと同様に Opt-out の会社法をもつ他のヨーロッパ諸国において、株主新株引受権を排除し株主以

外に割り当てる株式発行 (Non Pre-emptive Issue) を可能にするための条件を簡単にまとめたものが下表である。

8 おわりに

東証の問題提起とともに、今後、欧米主要諸国における第三者割当増資に関する規制措置の紹介、検討が進められるであろう。その際に注意すべきは以下の三点である。

第一に、新株引受権についての株主利益保護策は、会社法レベルではヨーロッパ諸国が最も厳しい。会社法に株主の新株引受権が明記されてあ

主要ヨーロッパ諸国におけるNon Pre-emptive Issueの条件

フランス	・発行価格規制（2004年6月まで「募集価格は、直近20取引日のうち連続する10取引日の平均価格を下回ってはならない」通称10/20ルールという） ・新たな規制案（ディスカウント幅が過去3取引日の加重平均価格の5%以内にとどまる場合は発行済み株式の10%までの発行を可能とする。ただし3取引日間は個人も応募できるようにしておくこと）
ドイツ	・定時株主総会で、株主新株引受権排除の権限が授權されていることを前提に、①監査役会の承認が得られた場合に、②発行済み株式資本の10%以下、ディスカウント幅5%未満の条件で発行できる。 ・ただし、発行は年に1回まで、それ以上の発行は、臨時株主総会であらためて授權の承認決議が必要
イタリア	・株主総会の承認決議を条件として、①現物対価の発行の場合および②会社の利益に沿う場合に可能 ・定款の定めにより、①発行価格が時価と同等かつ②法定監査報告書で確認されていることを条件として、発行済み株式数の10%以下であれば可能 ・株主総会で従業員向けに新株の1/4まで株主新株引受権排除 ・以上を超える分については株主総会の普通決議が必要
オランダ	・Non Pre-emptive Issueの権限の授權は5年を超えない。ただし、監査役会の承認の下で延長が可能（延長はごく普通に行われている） ・通常、授權の枠は発行済み株式数の10~15% ・額面を割り込む発行は禁止。それを除けば総会決議で上限を設けない限りディスカウント幅に制限なし ・海外株主については外国証券法の適用を避けるため新株引受権を排除
スペイン	・定時株主総会で承認を受けること ・定時株主総会で取締役から、発行ならびに発行価格について正当な理由があることを説明すること

(注) このほか、ヨーロッパ同様のOpt-outの会社法を持つ①オーストラリアでは、会社法により毎年、発行済み株式数の15%まで、②カナダでは証券取引所上場規則により6ヶ月ごとに25%までNon Pre-emptive Issueが可能。

(出所) マイナーズ [2004] 16ページ、48~51ページ

るからである。その排除は株主の承認を必要としている（定款または株主総会決議）。ところがわが国の会社法はそうなっていない。アメリカの多くの州会社法と同様に、株主の新株引受権が明記されていないからである。だとすれば、証券取引所上場規則あるいは機関投資家を中心とした民間団体のガイドライン等によって補足される必要がある。その際に参考にされるのはアメリカの上場規則であろう。会社法における新株引受権の取扱いが似通っているからである。NYSEやNASDAQの上場規則は、一定規模以上に付いて、株主価値の希薄化や会社支配の移動を伴う株式発行は株主の承認を求めている。

しかし第二に、そのアメリカにおいても、集団訴訟による牽制効果が無視できないほど大きな影響力を持っている。むしろ、そうした牽制効果が充分働いているからこそ会社法における保護規定が不要となったという解釈さえみられるほどである。他方、会社法（さらには上場規則）における保護規定がすでに明記されているイギリスにおいても、実際の運用では、民間団体「Pre-emption Group」によるガイドラインが重要な働きをしている。わが国は会社法の取扱いがアメリカと似ているが、それほどの「訴訟社会」ではない。この点ではイギリスの民間団体のガイドラインが参考になるであろう。すなわち、証券取引所が呼びかけて年金基金連合会など有力な機関投資家を糾合し、日本版「Pre-emption Group」のガイドラインを作成してみるのも一案である。

第三に、株主に新株引受権を与えないで行われる株式発行は第三者割当だけではなく公募増資も含まれる。今回、問題視されているのは第三者割当増資である。その理由は、第三者割当増資において、経営者は恣意的に新株の割当先を決めることが出来、それだけ株式の不正発行の恐れが高いからであろう。そうであれば、上場規則の強化によって第三者割当増資のみならず、公募増資によるファイナンスに障害が生じることは避けなければならない。

注

- (1) 昨年度の第三者割当増資は一兆七二〇億円（前年度比二・二倍）、公募増資の五・五倍に相当する。
- (2) 株式転換権や新株予約権への割当ならびに金庫株の売却においても、同様に株主に優先権を与えている（五六〇条）。もともと既存株主には金庫株（自社株）を保有する発行会社自身は当然ながら含まれない。なお、イギリスでは二〇〇六年に一九八五年会社法の大改正がなされており、本文では二〇〇六年法の条項を引用する。
- (3) 他方、Opt-outの州としてはオハイオ、テキサス、ネバダなどである。
- (4) 優先株や社債の販売促進のため発行される特別配分株をいう。
- (5) 以下は、マイナーズ〔二〇〇四〕、三四～四三ページによる。
- (6) Right Issueの場合、割当通知から払込受諾期日まで二日間である。
- (7) 二〇〇〇年五月以降、上場規則の制定、上場の許可・廃止の権限は、ロンドン証券取引所から金融サービス機構（FSA）に移管されている。
- (8) イギリスはマーケットメイカー制であるため、デイスカウントはビッド・オファアの仲値（middle）を基準価格とする（L.R.9.5.10(2)）。
- (9) ①資産比率（取引対象総資産／上場会社総資産）、②利益比率（取引対象資産に帰属する利益／上場会社利益）、③売上高比率（取引対象資産に帰属する売上高／上場会社売上高）、④価格比率（取引対価／上場会社時価総額）、⑤総資本比率（被買取側総資本／上場会社総資本）である（L.R.10 Annex 1 Gのクラステスト）
<http://www.pre-emptiongroup.org.uk/documents/pdf/DisplayingPre-EmptionRightsStatementofPrinciples.pdf>. 「Pre-Emption Group」は機関投資家、上場会社、銀行、ロンドン証券取引所、マーチャントバンクなどからなる組織で、
- (10)

一九八七年に「Pre-emption Guideline」を公表している。その後、このガイドラインに対して産業界とりわけパイオ・テクノロジー関係の企業から資金調達の障害となっているとの批判が寄せられた。そこで、貿易産業省から諮問を受ける形で Paul Myners 氏がガイドラインを詳細に検討し (Myners [二〇〇四年])、これに対する各界からのコメントを整理した最終報告書を公表している (Myners [二〇〇五年])。これをうけ、「Pre-emption Group」は新しいメンバーで発足し、「Pre-emption Guideline」は二〇〇六年五月、現在の「A Statement of Principles」に置き換わった。前のガイドラインと比べて、Disapplication が認められるべき条件、その時に考慮すべきファクターを明確にした、とされる。

参考文献

- ・ Paul Myners, 'The Impact of Shareholders' Pre-emption Rights on a Public Company's Ability to raise New Capital; An invitation to Comment from Paul Myners, 3rd Nov. 2004.
- ・ Paul Myners, 'Pre-emption Rights; Final Report, Feb. 2005.

(にかみ きよし・客員研究員)

サブプライム問題とITバブル

伊豆 久

はじめに

米国のサブプライム問題が、世界の金融市場に大きな影響を与えるようになって、まもなく一年が経とうとしている。この間、事態の推移・背景について、すでに多くのまとまった報告・書籍が発表されている。

本稿では、そうした論点整理を参考にしながら、今回のサブプライム問題を、まだ記憶に新しいITバブルや日本のバブルと比較することで、改めてその性格について考えることとしたい。

1 グローバルな危機

サブプライム問題の特徴の一つは、米国における安易な不動産融資という、規模は大きいとはいえそれ自体としては一国内の問題が、世界全体に大きな影響を与えたことであろう。この点、日本のバブルが、行き過ぎた不動産関連融資という点では共通するものの、一国内限りの問題であったことと対照的である。その違いをもたらしたのは、すでに繰り返し指摘されているように、証券化によって融資債権の市場化が進んでいたか否かの違いであろう。日本の場合、不良債権は銀行に抱え込まれていたため、外に広がることはなかったのに対して、サブプライムローンはその多くが証券化され、ヘッジファンドを含む多様な投資家に販売された。そして損失を被ったファンドが、例えば外為市場における円キャリートレードの巻戻しなど他市場でもポジションの解消に動いた

結果、影響が広範囲に及んだのである。

グローバルな危機という点では、二〇〇〇年春をピークとするITバブルの崩壊も、サブプライム問題と共通する。しかしながら、そのグローバル化の性格は大きく異なっているように思われる。サブプライム問題の場合、あくまで、米国を出発点としつつ、融資債権の証券化・市場化や投資家の国際的な投資行動が危機の国際化を招いたわけであるが、ITバブルの場合、インターネットに代表される情報技術の急速な発展（とその企業業績に対する過度の楽観論）という世界共通の現象が背景にあった。図式化すれば、サブプライムの場合、問題そのものはローカルなものであったにもかかわらず、それが、証券化商品と国際的投資家という二つの媒介項を通じて、グローバルな混乱へと拡大していったのに対して、ITバブルの場合、（もちろん機関投資家の国際分散投資の影響も小さくなかったが）問題の発生源そのものがグローバルなものだったと見るべきであろう。

2 証券市場における危機

サブプライム問題とITバブルに共通する、そして日本のバブルと異なるもう一つの特徴は、それが証券市場の危機である点であろう。

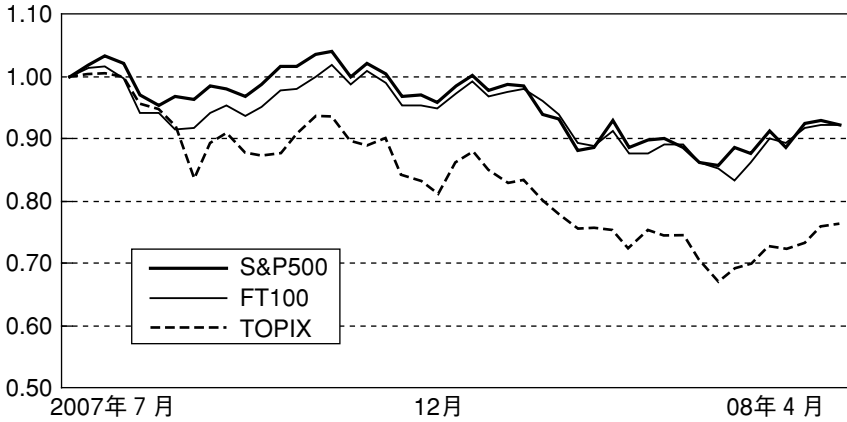
もちろん日本の場合も株価の急騰と暴落があったわけであるが、その主たる要因は、銀行融資の拡大を背景とする不動産価格の上昇による含み益の増加、そしてその崩落であった。株価の動きはわかりやすく注目されやすいが、例えば八〇年代後半に株価の上昇が顕著だったのは、営業利益の増加が期待されるというより、過去に安い価格（簿価）で大量の土地を取得していた「古い」（非営業利益の増加は期待しにくい）業種であった。不動産が主で株価は従だったと言えるであろう。

それに対して、ITバブルの場合は先述のようにネット関連企業を中心とするハイテク企業の業績（本業での利益）への楽観的な見方が株価を押し上げたのであった。また、サブプライム問題も、略奪的とも言われる安易な不動産融資を震源地としつつも、むしろ問題の中心は、住宅ローンを裏付資産として作られたRMBSやCDOなどの証券における価格付けの歪みである。

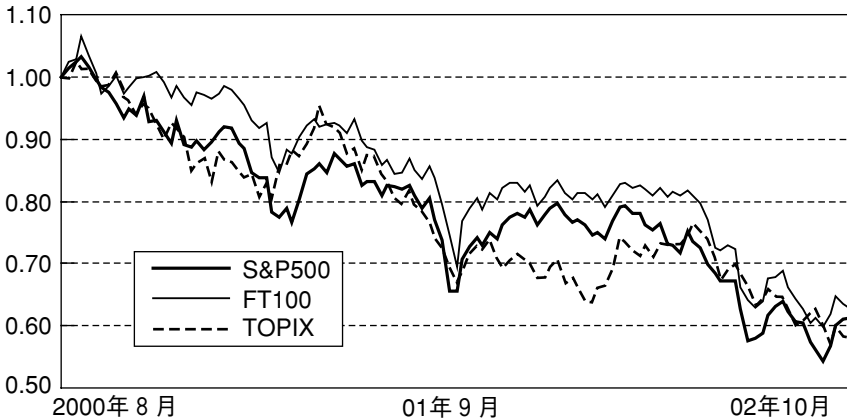
ITバブルにおいては、①IT革命への楽観の上に、②株式市場における一種の技術革新（株式交換とストックオプション―「株式の貨幣化」―の広がり）が重なり、③バブル崩壊後は、粉飾決算や、株式市場のインフラであるアナリスト・監査法人の不正が厳しく指摘された。今回の場合は、①長期金利の低位安定というマクロ的環境の上に、②クレジット市場における技術革新（ローンの流通市場の発達・CDO等の証券化技術の高度化・CDS等のデリバティブ市場の拡大など）、③ヘッジファンドのクレジット市場への参入、などの変化が重なることで、クレジット市場全体にわたってスプレッドが低下し、直接的には、④安易な住宅ローンの提供と、⑤甘い格付けが、証券化市場におけるバブルを生み出したということになるのであろう。

つまり、ITバブルは株式市場における危機であり、サブプライム問題は債券市場における危機であるため、したがって株価も同じく大きく下げたとはいえ、微妙な違いも存在する（図1）。ITバブル期には、本格的な株価下落が始まった二〇〇〇年八月からわずか七ヶ月で米国の株価の下落幅は二割を越えているのに対して（〇一年三月）、今回は、戦後最大の経済危機が叫ばれながらも、少なくとも現在までのところ、昨年七月からの英米の株価の下落は最大（今年三月）でも一四%にとどまる（日本の下落幅は英米に比べてかなり大きい、それはサブプライムの直接の影響というより日本固有の要因によるものと見るべきであらう）。

図1 日英米の株価
① サブプライム期



② ITバブル期



(注) Yahoo Financeより作成。それぞれ2007年7月初、2000年8月初を1として指数化。週次ベース。

3 証券会社の株価

証券市場における危機であるから、仲介機関である証券会社の株価も直接に打撃を被るのは当然であろう。当然であるが、しかし少し考えてみると、問題はそう単純ではない。証券市場の最大のメリットは、リスクを分散する（ことでより多くの資金を調達できる）ことである。証券会社は証券を「製造」（引受け・組成）するものの、リスクの主たる保有者は仲介機関ではなく投資家である。証券市場におけるリ

スク分散機能が十分に発揮されていれば、証券会社への影響は小さいはずである。バブル崩壊後の日本の銀行が、巨額の不良債権を抱え一時は機能停止にまで追い込まれたのとは異なるはずである。では、ITバブル期、今回のサブプライム問題における証券会社の損失・株価下落についてどう考えればよいのだろうか。

図2は、米国最大の証券会社であるメリルリンチの株価を指数と比較して示したものである。これを見ると、今回の下落幅は市場全体よりもはるかに大きい。ところが、ITバブル期の同社の株価は、おおむね指数の範囲内である。もちろんこれも、サブプライム問題が、株式市場ではなく債券市場を主要舞台としているため、問題の大きさに比べて株価（指数）の下落が小さいからにはかならないが、同時に、株式市場と証券化市場における証券会社の役割の違いを示している。

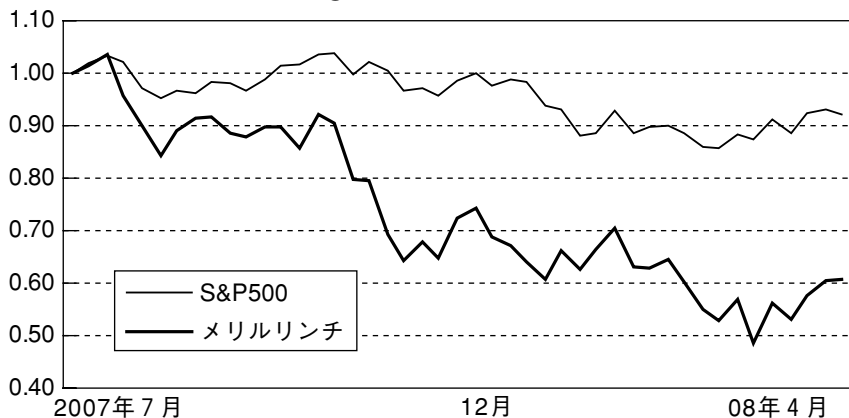
ITバブルの崩壊過程では、市場全体の株価下落に伴って、①出来高の減少がブローカー部門に影響を与え、②M&AやIPOの低迷が投資銀行業務の収入を抑えたこと（あるいはそれが予想されたこと）が証券会社の株価を押し下げた。つまり、株価の下落は証券会社に大きな打撃を与えるが、それは直接、証券会社の保有資産に影響するのではなく、出来高や案件の減少を通じた間接的なものにすぎない。プリンシパル投資やマーケットメークなどに伴う自己勘定による保有資産も無視できないが、それが主たる要因ではなかった。株式市場において証券会社は仲介機関にすぎず、相場の影響を受けるとはいえそれは主としてビジネスの繁閑によるものであり、価格リスクそのものは外部の投資家に保有されていたと言えるであろう。

それに対して、昨年から続く欧米証券会社のサブプライム関連の損失・株価の下落は、ビジネス環境の悪化というより、自らが保有する証券化商品の価格下落を反映したものである。二〇〇三年頃からのクレジットスプレッドの縮小（クレジットバブル）を背景に、大手金融機関は、融資債権の証券化（証券化商品の組成）、LB

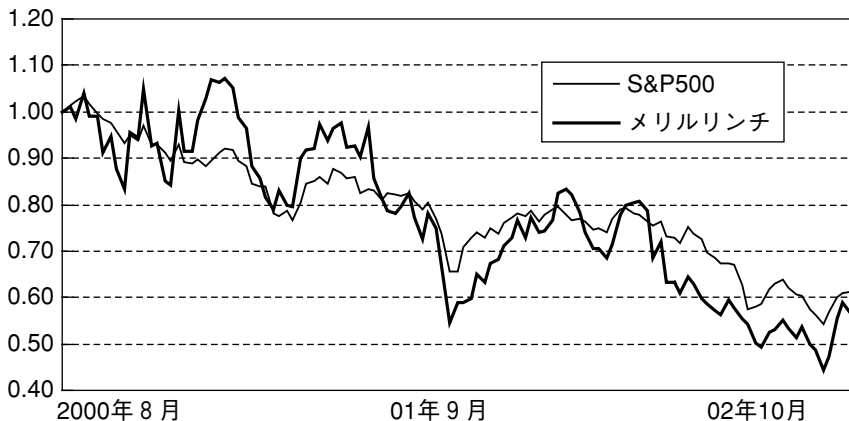
O向け融資、CDSのマーケットメークなどから巨額の収益を上げてきた。バブルが崩壊した以上、こうしたビジネスは当面低迷を余儀なくされるであろうが、この間の証券会社の大幅な株価下落の主たる要因は、そうした今後の手数料収入の落ち込みではなく、より直接的な保有資産の評価損である。この点、ITバブルと今回のサブプライム問題との大きな違いとなっているように思われる。問題が顕在化した昨年六月の時点において

図2 証券会社の株価

① サブプライム期



② ITバブル期



(注) 図1に同じ。

も、金融当局を含めまだ楽観的な見方が支配的であった。銀行にリスクが集中した日本のバブルと異なり、証券化の進んだ米国のサブプライムローン市場においては、損失は広く薄く投資家に負担され、金融システムへの影響は小さいと見られていた。しかし事実はそうでなかったのである。では、仲介機関であるはずの証券会社が、巨額の証券化商品を抱え込んでいたのはなぜだろうか。

4 証券化の成熟度

金融機関がサブプライムローン等を原資産とする多額の証券化商品を保有していたのは、一つには、売買益を目的とした投資・裁定取引等によるものである。そしてもう一つは、CDO組成ビジネスにおける「原料」と「製造過程での副製品」の保有であろう。証券化商品組成のために、原資産となるサブプライムローンやRMBS等が集められ、また組成・販売後に残ったスーパースニアCDOが自己勘定で保有されていた。とは言え、裁定取引に証券化市場における流動性供給の役割を指摘し、組成ビジネスに伴う資産保有に投資目的を見ることが可能であり、そのほうがより実態に即しているかもしれない。

いずれにしても、株式と異なり証券化商品の場合、流動性は小さく価格の歪みが大きいため、裁定機会が非常に大きいと見られたことが、保有額の増大につながったと思われる。いわば証券化の成熟度（流動性や価格発見機能等）の高い株式市場において、そうした裁定取引で証券会社が大きな利益あるいは損失を計上することは、ITバブル期においても一般的でなかったが、今回、発展途上にある証券化商品市場において歪みをチャンスと見た証券会社が大きなポジションをとったのであろう。

このように考えれば、サブプライム問題の背景として「行き過ぎた証券化」が指摘されることが多いが、それ

は、クレジット市場における「証券化の未成熟」と言い換えても同じことである。振り返れば、株式市場においても、指数先物やオプションなどのデリバティブ商品が開発されると、そうした「行き過ぎた」Ⅱ「未成熟な」市場において、先進的な証券会社は自己売買によって巨額の利益を挙げてきた。しかし、すでに成熟した今日の株式市場においては、そうした裁定機会は大幅に減少している。それが今回は、クレジット市場に舞台を移して利益が目指されたものの、マクロ的なクレジット市場の混乱もあいまって大きな損失に終わったということであろう。

こうした証券化の発展（未開拓地の開拓）が広く社会的な厚生を高めることに貢献しているのか否か、あるいは、どのような制度設計のもとでそれが可能なのか、が現在問われているのであろう。

（いず ひさし・客員研究員）

取引所とクリアリング機関

吉川 真裕

昨今、取引所とクリアリング機関の關係にヨーロッパでは再び関心が集まっている。かつてヨーロッパでは取引所とクリアリング機関を切り離した水平的競争モデルをロンドン証券取引所が唱道し、取引所がクリアリング機関を傘下に持つ垂直的統合モデルをドイツ取引所が唱道していたが、アメリカの株式市場や株式オプション市場を踏まえて欧州委員会が垂直的競争モデルを支持したことから、二〇〇六年一〇月に「クリアリングとセトルメントのコード・オブ・コンダクト」が締結され、この論争はすでに決着を見たものと考えられていた。しかし、コード・オブ・コンダクト第三段階の導入期限を過ぎているにもかかわらず、株式取引のクリアリング機関の間でインターオペラビリティはまだ確立されていない。他方、デリバティブ取引のクリアリングに関しては、旧インターナショナル・ペトロリウム取引所を買収したアメリカのインターコンチネンタル取引所がイギリスでクリアリング機関の開設を認可され、ロンドン国際金融先物・オプション取引所も傘下にクリアリング機関を開設する意向を示しており、株式市場とは反対に垂直的統合モデルへと向かう動きが強まりつつある。しかも、水平的競争モデルを唱道してきたロンドン証券取引所自身がイタリア取引所の買収によって傘下にクリアリング機関を抱えることになり、コード・オブ・コンダクトの行方が疑問視されだしている。

本稿では、コード・オブ・コンダクトの合意に至る経緯を振り返り、その後の状況を踏まえて、取引所とクリアリング機関の關係について考察する。

1 コード・オブ・コンダクトの合意に至る経緯⁽¹⁾

二〇〇二年一月の投資サーヴィス指令（ISD）改正コミュニケーションにおける証券決済システムの見直しへ向けて、二〇〇一年四月二日に欧州委員会はコンサルテーションを開始した。このコンサルテーションはクロス・ボーダー証券取引に現存する障害を把握し、将来の証券決済インフラの整備に向けた政策を探ることを目的としており、五月四日を回答期限として、二〇〇一年夏を予定されていた専門家による報告書（ジョヴァンニ・ニ報告）にも利用されるものと説明されていた。

アルベルト・ジョヴァンニ・ニ氏を座長とするジョヴァンニ・ニ・グループは金融サーヴィスに関して欧州委員会を支援する目的で一九九六年に結成された調査グループであり、有識者が個人の資格で参加し、それまでに三つの報告書を作成していた。そのジョヴァンニ・ニ・グループがクロス・ボーダー取引のクリアリングとセトルメントに関する報告書の作成を欧州委員会から依頼され、二〇〇一年一月二三日に『EUにおけるクロス・ボーダーのクリアリングとセトルメント』⁽²⁾を発表した。この報告書では、今回の報告書は問題の特定をおこない、二〇〇二年半ばに予定している次の報告書で問題に対する対処策を検討するものとされていた。そして、第一次ジョヴァンニ・ニ報告で特定されたのは、技術的要因／市場慣行に関する障害（一〇項目）、税制に関する障害（二項目）、法律上の確実性に関する障害（三項目）の計一五項目であった。

第一次ジョヴァンニ・ニ報告はおおよそ好意的に受けとめられたが、それは二〇〇一年二月に発表されたラム・ファルシー委員会報告に沿って、技術的要因／市場慣行に関する対処策は民間の市場関係者のイニシアティブを重視するという姿勢を見せ、欧州委員会がアメリカのDTCCのような単一機関を強制することはないということが関係者に安心感を与えたからと考えられる。

二〇〇二年五月二八日には欧州委員会から再びクロス・ボーダー取引の決済に関するコンサルテーションが公表された。このコンサルテーションはラムファルシー委員会報告と第一次ジョヴァンニニ報告を受けて、どのような形態の市場インフラの整備が必要であるかという「上からのアプローチ」はとらず、市場が最も効率的な解決策を見出すのに必要な条件をいかにして作り出すかという「下からのアプローチ」を採用していた。

第一次報告の中で二〇〇二年半ばと予定されていた第二次ジョヴァンニニ報告は、二〇〇二年中、二〇〇三年年明けへと公表がずれ込み、草稿はできあがったものの、市場関係者との最終的な調整に手間取っているとも伝えられた。他方、二〇〇二年一月三日には、五月に欧州委員会が発行したコミュニケーションに対する欧州議会経済金融問題委員会からの承認が採決され、二〇〇三年一月一日には欧州議会の公聴会でボルケシュタイン欧州委員（域内市場・サービス総局）によって二〇〇三年前半にも欧州委員会によるクロス・ボーダー取引のクリアリングとセトルメントに関する政策提言がコンサルテーションされる見通しが明らかにされた。

二〇〇三年四月一六日に『EUのクリアリングとセトルメント・アレンジメンツに関する第二次報告』と題するジョヴァンニニ・グループの第二次報告がようやく公表された。⁽³⁾予想されたとおり、第二次ジョヴァンニニ報告はどのような形態の決済市場インフラが必要であるかという「上からのアプローチ」はとらないことを明言し、第一次報告で採り上げた一五の障害をいかにして取り除くかということに徹していた。

第二次ジョヴァンニニ報告が出た以上、これに基づいて加盟各国の法改正を要請する欧州指令を含めた決定が欧州委員会によって下されるものとみられていた。ところが、第二次ジョヴァンニニ報告自体が欧州指令を課して関係者に特定の制度を強制するという「上からのアプローチ」に反対しており、欧州委員会は官僚による独裁といった批判も気にして、欧州指令の制定には慎重となった。当初は二〇〇四年六月とみられていた欧州委

員会の決定は半年後の一二月にいったん延期された後、さらに繰り返し延期されることになった。

こうした中で二〇〇四年四月二八日には欧州委員会から再びコンサルテーションが発表された。決定を下すのではなく、決定に向けてのコンサルテーションをおこなうということは決定の先送りに等しいが、欧州委員会にしてみればラムファルシー委員会やジョヴァンニ二報告が欧州委員会による「上からの決定」に反対している一方、欧州議会からは欧州委員会によるイニシアティブの發揮を迫られており、枠組み指令 (Framework Directive) という概念を提唱し、枠組みは決めるがその中で具体的な取り決めをおこなうのはジョヴァンニ二報告が指名したような各団体であるというのが欧州委員会の意向であった。この文書の中で欧州委員会は、①指導・監督グループの設立、②ラムファルシー・プロセスに沿った一般原則を定めるだけの枠組み指令の策定、③法的小および税制面での障害除去を目指した専門グループの設置、④不公正なアクセス拒否や過度の差別的価格設定といった反競争的市場慣行の是正を取り上げ、七月三〇日までにコメントを求めた。

二〇〇四年二月六日、域内市場・サーヴィス総局担当の欧州委員となったマクリヴィ委員がはじめて公の場で発言し、クロス・ボーダーのクリアリングとセトルメントを最優先課題としながらも費用効果分析等の更なる分析が必要だとして二〇〇五年中に最終決定をおこなうつもりがないことを明らかにした結果、市場関係者の関心はクリアリングとセトルメント問題から一時は遠のくことにもなった。しかし、二〇〇五年中に最終決定をおこなわないということは何もしないことを意味するわけではなく、二〇〇五年五月二六日の講演でマクリヴィ欧州委員は二〇〇六年上半期にクリアリングとセトルメントに関する何らかの決定をおこなうことを示唆していた。就任直後の講演でマクリヴィ欧州委員が明らかにした通り、二〇〇五年はクリアリングとセトルメントに関する調査・分析をおこない、最終決定のための準備期間であった。二〇〇四年四月の第二次コンサルテーション

文書に基づき、同年七月にはクリアリング&セトルメント指導・監督専門家グループ（CESAME）がすでに結成されていたが、二〇〇五年一月には法律検討グループ（LCG）、同年四月には税制検討グループ（FISC）が結成され、この問題に対する議論と意見集約がはかられていた。

こうした準備期間を経て二〇〇六年二月二日にマクリヴィ欧州委員は二〇〇六年第2四半期に最終決定をおこなう予定であることを改めて明らかにした。ところが、一転して同年三月七日にはクリアリングとセトルメントの問題に関して欧州委員会が決定を下すよりも、市場関係者が自ら自主的な取り組みをおこなうことが望ましいとして、夏休みまでに何らかの措置がとられなければ欧州委員会が決定を下すという声明が欧州委員会の競争総局と域内市場・サーヴィス総局の連名で発表された。⁽⁴⁾

二〇〇六年五月一九日、欧州委員会の要請に答える形で欧州証券取引所連合（FESSE）が欧州業務提携協定（European Interoperability Agreement）に証券中央保管機構（CSD）やセントラル・カウンターパーティ（CCP）、市場利用者が賛同することを提唱し、クリアリングやセトルメントへのオープン・アクセスを呼びかけた。⁽⁵⁾そして、クリアリングとセトルメントの問題に対して欧州委員会の決定は民間では対処できない法律面や税制面に限るべきであると主張した。

FESSEの提案にもかかわらず、自主的な取り組みは明確な進展を見せなかったことから、二〇〇六年七月一日、マクリヴィ欧州委員は欧州議会での証言の中で、FESSEの提案を基にした三段階のコード・オブ・コンダクトの導入期限を提案し、このコード・オブ・コンダクトが実現できなければ欧州指令の導入に踏み切らざるを得ないという強硬な姿勢を明らかにした。マクリヴィ欧州委員の示した期限は、①二〇〇六年末までに、クリアリングとセトルメントに関する価格設定の透明性改善をおこない、②二〇〇七年六月末までに、取引所・CC

P・CSD等の間のインターオペラビリティを実現するために必要な公正・透明・無差別なアクセスを可能にする条件と導入日程について合意し、③二〇〇七年一月三〇日までに、主なクリアリングとセトルメントに関する費用の分離を実現する、というものであった。そして、このコード・オブ・コンダクトは当面は株式取引に限ったものであるが、将来的にはデリバティブ等の他の金融商品の取引に関しても適用される見通しであるとも述べていた。

このマクリヴィ欧州委員の発言は欧州指令の導入を回避できるという点では市場関係者から評価されたが、これまで合意に達することができなかった複雑な問題に対して、約束されていた費用効果分析等もなしに、ある意味では決定を下したという点で不満もくすぶっていた。他方、自らのコード・オブ・コンダクト提案の後押しを受けたFESEはCCPの加盟団体であるEACH、CSDの加盟団体であるECSDAと協力して一〇月三十一日までに導入日程に関して合意に達したいというコメントを発表した。

FESEが期限として設定した一〇月三十一日、合意は一月七日に署名される見通しであるというコメントが欧州委員会のスポークスマンから発せられた。本来、この合意はFESEが中心となつて市場関係者が自主的に結ぶはずであるから、FESE関係者ではなく、欧州委員会のスポークスマンがリークするのは奇妙であるが、それだけ合意の達成に欧州委員会が関与していたことの現れとも考えられる。このリーク情報通り、一月七日、FESE、EACH、ECSDAの三団体は一〇月三十一日に「クリアリングとセトルメントに関するコード・オブ・コンダクト」は合意に達し、合意内容は本日、マクリヴィ欧州委員に報告されるということを発表し、コード・オブ・コンダクトの内容を明らかにした文書を公開した。⁽⁶⁾

2 コード・オブ・コンダクト合意後の状況

二〇〇六年十二月末のコード・オブ・コンダクトの第一段階の期限を前にして、一二月二〇日にF E S Eは各メンバーの実施状況を紹介するウェブサイトにへのリンクをF E S Eのウェブサイトに設けることを明らかにした。そして、二〇〇七年一月一八日、欧州委員会のモニタリング委員会との合意を前にして、F E S Eは価格の透明性に関するコード・オブ・コンダクトの実施状況に関する報告書を公表した。⁽⁷⁾ この報告書ではF E S Eのメンバーである二〇の証券取引所における価格の透明性に関するコード・オブ・コンダクトの実施状況が一五項目のアンケートに対する回答の形で紹介されており、主要な取引所では価格の透明性に関する取り組みが進んでいたが、中には全く進んでいない取引所があることも明らかとなった。

六月三〇日のコード・オブ・コンダクトの第二段階の期限を前にして、六月二八日に取引所・CCP・CSD等の間のインターオペラビリティを実現するために必要な公正・透明・無差別なアクセスを可能にする条件と導入日程についてのガイドラインが合意された。⁽⁸⁾ ここまではコード・オブ・コンダクトの施行に向けた準備も比較的確調であったが、二〇〇八年一月の第三段階への移行は実現しておらず、混乱が続いている。

二〇〇七年七月二五日、クリアリング機関NYCCを傘下に持つニューヨーク商品取引所(NYBOT)を一月に買収したインターコンチネンタル取引所(ICE)がICEヨーロッパ(旧インターナショナル・ペトロリウム取引所)とヨーロッパ・クライメイト取引所(ECX)のクリアリング業務をLCHクリアネットから新たに開設するICEクリア・ヨーロッパに移管する意向を明らかにし、取引所がクリアリング機関を囲い込む垂直的統合モデルが新たに誕生する見通しが強まった。この計画が実現すれば大幅な収益減を免れないLCHクリアネットは八月九日にドイツとイタリアの株式取引のクリアリング業務に参入すべく、ドイツ取引所傘下のユーレ

ックス・クリアリングとイタリア取引所傘下のCC&Gにコード・オブ・コンダクトにしたがってクリアリング・リンクの要請をおこなった。他方、八月八日にイタリア取引所の買収を承認されたロンドン証券取引所がイタリア取引所傘下のクリアリング機関CC&Gを通じてイギリス株式のクリアリング業務に参入するという報道もあらわれ、イギリス株式のクリアリング業務を一手におこなってきたLCHクリアネットには新たな心配が加わった。二〇〇六年五月にロンドン証券取引所は従来のLCHに加えてスイスのSIS・Xクリアにイギリス株式のクリアリング業務を開放する意向を示していたが、危機感を強めたLCHクリアネットはユーレックス・クリアリングとCC&Gに要請したクリアリング・リンクが実現しない限り、SIS・Xクリアに対するクリアリング・リンクを拒否すると二〇〇八年二月一七日に発表した。

さらに、二〇〇八年三月二五日にはロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)とLIFFEのクリアリング業務をおこなってきたLCHクリアネットがLIFFEクリアというクリアリング機関を新たに開設し、LIFFEのクリアリング業務をLCHクリアネットから移管する計画を発表した。この計画はヨーロッパに開設される見込みのデリバティブ取引所(プロジェクト・レインボー)にLIFFEの建玉が容易に移管されないようにするための防衛策であり、LCHクリアネットのノウハウなしにはLIFFE独自に導入することは困難であるものと考えられるが、LCHクリアネットにとっては収益減に結びつく可能性があり、五月二八日にS&PはLCHクリアネットの格付けをダブルAのステイブルからダブルAのネガティブへと変更した。なお、ユーロネクスト傘下の取引所のクリアリング業務をおこなうLCHクリアネットはユーロネクストと合併したニューヨーク証券取引所のクリアリング業務をおこなうDTCCと合併するのではないかという報道もある。

3 取引所とクリアリング機関

アメリカでは株式取引のクリアリング機関とセトルメント機関は一九七〇年代に証券取引委員会（SEC）の主導によってNSCCとDTCCにそれぞれ統合（例外あり）され、一九九〇年に両社が合併してDTCCが誕生している。そして、SECの管轄にある株式オプション取引もOCCにクリアリング機関は統合されており、クリアリング機関とセトルメント機関の同一化が株式取引や株式オプション取引の活発な市場間競争を担保している（株式以外のオプション取引は別）。これに対して、商品先物取引委員会（CFTC）の管轄にあるデリバティブ取引では取引所が個々にクリアリング機関を指定しており、現在では主要なデリバティブ取引所はすべてクリアリング機関を傘下に擁している。ただし、最も歴史の古いシカゴ商品取引所（CBOT）は専属ではあったが、別会社であるBOTCCにクリアリング業務をゆだねてきたが、二〇〇三年にユーレックスがアメリカへの参入を試みた際、BOTCCがクリアリング業務を引き受けたため、取引所の決定でクリアリング機関をシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）傘下のCMECCに変更しており、これが二〇〇七年のCMEとCBOTの合併（CMEグループ）に結びついたという見方もある。

ヨーロッパでは近年まで株式取引にネットینگが導入されておらず、一九九〇年代までクリアリング機関は株式取引にかかわってこなかった。株式取引にネットینگが導入された際、クリアリング機関は新たに設立されず、すでに各国でデリバティブ取引所が利用してきたクリアリング機関が株式取引のクリアリング業務をおこなうことになった。とはいえ、ヨーロッパの中でも取引所とクリアリング機関の関係は一樣ではなく、古くから先物取引が活発におこなわれてきたイギリスではアメリカのCBOTと同様に専属ではあるが、別会社であるLCHにクリアリング業務をゆだねてきたが、取引の盛んな先物取引所を持たなかったフランスやドイツでは金融

商品を対象として設立されたデリバティブ取引所が傘下にクリアリング機関を開設することになった。ただし、ユーロネクストはドイツ取引所に対抗してロンドン証券取引所の唱道する水平的競争モデルへ移行するため、傘下のクリアネットを別会社へと移行させた結果、現在ではドイツ、イタリア、スペイン、スイスなどが、取引所がクリアリング機関を傘下におさめる垂直的統合モデルを採用している。

ヨーロッパで株式市場統合が議論の的になったとき、最初は取引所の統合が注目されたが、次第にクリアリング機関やセトルメント機関の統合へと焦点は移っていった。各国とも本国から証券取引所がなくなることは抵抗があり、取引所が合併しても国内に取引所が残る形でしか取引所の統合は進まず、こうした条件の上でクロス・ボーダー取引の費用を引き下げるには、アメリカにならってクリアリング機関やセトルメント機関の統合が有効であると考えられたためである。とはいえ、取引所がクリアリング機関やセトルメント機関を傘下にかかえている場合にはクリアリング機関やセトルメント機関を開放しないことが取引所の取引流出を防ぐ手段として用いられており、クリアリング機関やセトルメント機関を取引所に開放させることは容易ではない。二〇〇六年に合意された「クリアリングとセトルメントのコード・オブ・コンダクト」はこうした状況を改善するための突破口となるはずであったが、現状をみる限り、大きな期待を託すことは難しそうである。

アメリカではニューヨーク証券取引所のシェアがかつては非常に大きかったからクリアリング機関やセトルメント機関の統合が可能であったのかもしれないが、SECが強制しなければ自主的にクリアリング機関やセトルメント機関の統合が生じていたとは考えにくい。実際、デリバティブ取引所がクリアリング機関を傘下に持つことは競争を阻害する恐れがあるという見解が、財務省の準備する金融市場監督の青写真へのコメントとして二〇〇八年二月六日に法務省の担当者から示された際、CMEグループの株価は一八%も下落し、一人勝ちしている

はずのCMEグループが烈火のごとく猛反対したことは記憶に新しい。また、クリアリング機関の囲い込みをできないアメリカの証券取引所やECNでは場口銭の引き下げ競争やリベートの引き上げ競争が生じており、安定して成長し続けるデリバティブ取引所とは好対照となっている。競争こそが効率の改善をもたらし、独占の弊害を防ぐとすれば、クリアリング機関やセトルメント機関の開放は不可欠であるとも考えられよう。

しかし、実際問題としてはヨーロッパでクリアリング機関やセトルメント機関がコード・オブ・コンダクトにしたがって開放されたとしても競争が強化されるのかどうかは今のところ不確かである。確かにロンドン証券取引所はカイ・エックスやプラス・マーケットといった競合相手を抱えているが、ヨーロッパでの競争は今のところ国内での縦割り競争であって、国境を超えてのリージョナルな競争ではない。したがって、クリアリング機関やセトルメント機関を取引所所在国から移す需要がどれだけあるのかは未知数であろう。仮にコード・オブ・コンダクトが実現したとしても当面は費用がかかる割には成果が得られないことになる可能性が高い。クリアリング機関やセトルメント機関にも規模の経済が働き、少量の取引では割に合うとは考えがたいからである。また、株式市場にホーム・カントリー・バイアスがあり、その国での取引が多い限り、外国のクリアリング機関やセトルメント機関を利用するメリットも（外国人による取引が大幅に増えない限り）考えがたい。欧州委員会やマクリヴィ委員が就任直後にクロス・ボーダーのクリアリングとセトルメントの問題には費用効果分析が必要だと公言しながら費用効果分析なしにコード・オブ・コンダクトの導入を進めたのもこのあたりと関係しているであろう。もちろん、潜在的な競争相手がいることはクリアリング機関やセトルメント機関といった独占的なサービス提供者に圧力をかけることになるのではあろうが。

それでは、ヨーロッパでしきりに論じられ、最近ではアメリカでも論じられるようになっていく取引所とクリ

アリング機関（およびセトルメント機関）の関係についてどのように考えればいいのだろうか。水平的競争モデルと垂直的統合モデルはどちらかが常に優れており、どちらかが常に劣っているというものではないであろう。競争が活発でない場合には水平的競争モデルは費用がかかり、静態的には垂直的統合モデルの方が効率的であろう。しかし、競争の欠如は独占状態に陥りやすく、計測は困難であるが、動態的な機会費用を考えると、かならずしも垂直的統合モデルが効率的であるとは限らないかもしれない。他方、競争が活発であり、ある程度の規模があれば水平的競争モデルが生み出す動態的効率性が垂直的統合モデルの静態的効率性を上回ることもある。かくして、水平的競争モデルと垂直的統合モデルは競争条件と対象期間の長さによってどちらが有利にもなりうるものではないであろうか。このように考えれば、ヨーロッパの株式市場が国ごとの縦割りである限り、垂直的統合モデルに分があり、国境を越えたクロス・ボーダー取引が活発になって競争が激化すれば水平的競争モデルに分があるということになるのである。しかし、競争の活発化のためには垂直的統合モデルは競争抑制的であり、垂直的競争モデルが競争促進的であるという形で議論は堂々巡りに陥ってしまう。したがって、費用をかけてまで水平的競争モデルを採用するかどうかはともかくとして、垂直的統合モデルが競争抑制的であることに注意して、少なくとも規制当局が垂直的統合モデルに競争制限をやめさせることは必要であろう。株式会社化された取引所やクリアリング機関は競争を制限し、社会的費用を高めても自らの私的利益を最大化するはずであり、その抑制を市場に期待することはできず、規制当局の介入によらざるを得ないはずである。取引所がクリアリング機関を傘下に持っていたとしても、新規参入者にクリアリング機関を平等の条件で開放させることは規制当局の最低限の役割であるだろう。

注

- (1) ロード・オブ・コンダクトの合意に至る経緯の詳細はロード・オブ・コンダクトの中身については、拙稿「欧州証券決済ロード・オブ・コンダクト」【証券経済研究】五八号、二〇〇七年六月）を参照。
- (2) The Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, November 2001.
- (3) The Giovannini Group, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, April 2003.
- (4) Commission of the European Communities, "Clearing And Settlement: European Competition And Internal Market Commissioners Will Act Unless There Is Further Action From Industry," *Press Release*, 7 March 2006.
- (5) Federation of European Securities Exchanges, "Federation Of European Securities Exchanges Response To Recent Calls By The European Commission To Tackle The Remaining Obstacles To Cross Border Clearing And Settlement Of Securities," *Press Release*, 19 May 2006, *FESE Position Paper on Clearing and Settlement* (19 May 2006), 19 May 2006.
- (6) Federation of European Securities Exchanges, "European Organisation Agree On A Code Of Conduct For Clearing And Settlement - EACH, ECSDA And FESE To Present Principles To Commissioner McCreedy On November 7 - Phased Implementation Of The Code Of Conduct Beginning November 8," *Press Release*, 7 November 2006.
- (7) Federation of European Securities Exchanges, *European Code of Conduct on Clearing And Settlement Implementation: Report on the Implementation of Price Transparency Measures*, 18 January 2007.
- (8) FESE, EACH, and ECSDA, *Access and Interoperability Guideline*, 28 June 2007.

(ちつかわ まやひろ・客員研究員)

証券化商品の原資産情報トレーサビリティ向上とは

横山 史生

1 証券化商品市場にかかる制度改善議論の進行

サブプライム問題に端を発する証券化商品を中心とする国際的な金融・資本市場の混乱については、事態の進行を受けて、二〇〇七年半ば以降、関係各国の金融監督当局やその国際フォーラム等によって原因と対策に関する分析が進められているところであり（表1を参照）、それらを概観すると、関係者の間で徐々に共通認識が形成されてきているように見受けられる。

一連の混乱の原因については、（1）米国住宅金融市場における問題、（2）証券化商品の組成・販売段階における問題（重層的証券化の拡大、リスク評価および格付の手法の限界、スキームおよびリスクに関する不十分な情報提供）、（3）証券化商品の保有段階における問題（機関投資家におけるデューデリジエンスの不足、金融機関によるオフバランス・ベースでの保有の拡大とそのリスク管理・情報開示の不足）、（4）証券化商品の価格評価および流動性確保にかかる問題、（5）金融監督上の問題、といった諸レベルに整理されてきているようである。

また、今後の対策の方向性について、証券化商品の組成・販売・保有・評価という、上記原因の（2）から（4）に当る範囲、いわば証券市場に固有の部分に注目するならば、（a）証券化商品の組成・販売・保有にかかわる市場参加者それぞれにおいて、証券化商品のリスクを評価する手法・態勢を見直すとともに、証券化商品に

かかる様々な情報の開示および伝達における透明性を向上させること、(b) 証券化に関わる格付プロセスの質を向上させること、(c) 証券化商品の金融機関等によるオフバランスでの保有にかかるリスク管理および開示の仕組みを強化すること、というように整理できよう。

このような対応の方向性は、大勢としては、証券化商品市場において従来、様々なレベルでの情報開示が十分ではなかったとの認識に立って、関連する市場インフラ・制度の改善・整備を目指そうとするものであると言えよう。証券化商品そのものの仕組みに内在するリスクの大きさおよびその変動に関する情報開示の改善という意味では、上記のうちの(a)に属する諸課題への対応が中心となるであろう。本稿では、証券化商品の原資産情報等にかかる開示の改善について各方面で進められつつある方向性を概観・整理することとする。

表1 サブプライム問題および証券化商品市場に関する検討の状況

欧米各国等	日 本
	2007年11月 「金融市場戦略チーム」(渡辺金融担当大臣の私的懇談会) 第一次中間報告書
	2007年12月 金融庁「金融・資本市場競争力強化プラン」
2008年2月 欧州金融業界諸団体、欧州における証券化市場の透明性に関する取り組み方針を公表	2008年2月 金融庁監督局「金融商品取引業者等の監督指針」一部改正案(証券化商品の販売にかかる留意事項の新設)公表
2008年3月 金融市場に関する合衆国大統領府ワーキンググループ報告書「金融市場の発展に関する政策方針」	2008年3月 日本証券業協会「証券化商品の販売に関するワーキンググループ設置」
2008年3月 IOSCO「証券化商品市場における格付機関(CRA)の役割」	
2008年4月 金融安定化フォーラム(SFS)「市場と制度の強靱性の強化に関する報告書」	2008年4月 金融庁監督局、「金融商品取引業者等の監督指針」一部改正(証券化商品の販売にかかる留意事項の新設)実施

2 証券化商品にかかる原債権情報の追跡可能性・透明性

証券化商品の情報開示の改善を進める上で、各方面で注目されているのは、証券化商品の原債権（裏付資産）にかかる情報の開示・伝達の透明性の向上であり、それを、情報の利用者側（川下）から提供者側（川上）に順次に遡及する方向性で見た場合の表現として「追跡可能性」ないし「トレーサビリティ（Traceability）」という用語がクローズアップされてきている。

この用語を明示的に用いる形での証券化商品にかかる情報開示改善の推進が、わが国発の議論の中で行われている。すなわち、金融担当大臣の私的懇談会「金融市場戦略チーム」が二〇〇七年一月にとりまとめた第一次中間報告書⁽¹⁾を嚆矢として、二〇〇七年二月に金融庁が公表した「我が国金融市場の競争力強化プラン」を経て、二〇〇八年四月に金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正により証券化商品の販売に係る留意事項（証券化商品の追跡可能性の確保）が新設されるに至った、という動きである。

この動きの発端となった金融市場戦略チーム報告書では、「サブプライムローン関連商品が組成されて投資家に販売されるまでの一連の流れにおいて、原債権の信用リスクが適切に情報伝達されていなかったのではないか」という問題が共通して見られる」との判断に基づいて「証券化商品の組成者、販売者及び格付会社等が原資産のリスクについて情報収集、情報伝達を適切に行っていたかどうか、適切な情報伝達を促すためにどのような取組みが考えられるのか」という問題意識を立てている。そこから、「証券化のプロセスに関与する個々の当事者が関係当事者に必要な情報を適切に提供していくことが求められるべき」であり、そのことは「証券化市場の透明性の向上に資することとなり、市場規律の強化を通じて証券化商品の「安心」を確保するためにも有益」との方向性を提示し、そのような仕組みを「追跡可能性（Traceability）を確実に担保するための仕組み」と表現してい

る。

トレーサビリティという表現は、海外における議論の中ではそれほど明示的には用いられていないように見受けられるが、原債権情報の開示・伝達の透明性の向上が重要であるとの認識は、ほぼ共通している。たとえば、主要七カ国財務大臣・中央銀行総裁会議（G7）への諮問機関である金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum：F S F）が二〇〇八年四月のG7会合に報告した「市場と制度の強靱性の強化に関するF S F報告書（Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience）」⁽²⁾では、今般の金融市場の混乱の要因分析と今後の対応についての提言をとりまとめた中で、「証券化プロセスと市場の透明性」という項目群において、証券化商品の裏付資産に関する情報の組成当初および継続的なベースでの（on an initial and ongoing basis）提供および利用の拡充と標準化に言及しており、それらにはオリジネーター、アレンジャー、デイストリビューター、投資家およびその資産管理人、格付機関といった各市場関係者それぞれの努力が必要との位置付けを行っている。

また、米国において、金融市場に関する大統領府ワーキンググループ（President's Working Group on Financial Markets）が二〇〇八年三月に公表した「金融市場の発展に関する政策方針（Policy Statement on Financial Market Development）」⁽³⁾では、証券化商品の投資家がデューデリジェンスを改善するためにオリジネーターおよびアレンジャーが情報提供を充実させるべき、との見解が示されている。

さらに、欧州においても、二〇〇八年二月、金融業界諸団体（コマーシャルモーゲージ証券協会C M S A、欧州証券化フォーラムE S F、欧州銀行連合会E B F、国際資本市場協会I C M A、ロンドン投資銀行協会L I B A等、合計八団体）が、欧州における証券化市場の透明性に関する取り組み方針を公表し、⁽⁴⁾金融機関等の証券化

商品へのエクスポージャーに関する情報開示と並んで、証券化商品市場にかかる様々な情報を収集して監督当局に報告すること、それら情報を投資家に利用可能な形で伝達することについて、具体的な制度改善に向けた作業を進める、としている。

3 証券化商品原債権にかかる情報の米国における開示の状況

証券化商品の原債権にかかる情報、特に裏付資産パフォーマンス情報の公表・伝達について、米国市場では、従来から、一連の市場インフラが存在し、それなりに利用されてきているといわれる。

まず法令による開示規制の面で、発行開示においては、仕組みの開示だけでなく、たとえばモーゲージ債の場合、裏付資産の期限前償還の進み方について過去の経験値の蓄積に基づいて開発された、標準化され比較的わかりやすいモデルに新規発行債を当てはめた情報等が開示されている。⁽⁵⁾

継続開示については、裏付資産に関する適切な情報、たとえば貸付残高、債務不履行状況、期限前返済状況、サービシング等に対する報酬、信用補完の利用状況等に関する情報の開示が要求されており、実際の開示例では臨時報告書に月次あるいは四半期ごとのサービサー・レポートが添付されているといわれる。⁽⁶⁾

さらに、法定開示以上の頻度でのタイムリーな情報提供のチャンネルとして、格付機関や各種情報ベンダー会社等が、公募債のみならず私募債をも含む幅広い証券化商品を対象に、価格情報や裏付資産のパフォーマンス情報を公表している。このため、投資家が投資対象である証券化商品について客観的なデータに基づいて継続的にウォッチし、独自の判断を下すことが可能になっているといわれる。⁽⁷⁾

そのような市場インフラの実態については、債券市場協会(TBMA、現SIFMA)と米国証券化フォーラ

「(The American Securitization Forum : ASF) が行った調査結果が二〇〇六年一〇月に「証券化商品市場における価格・関連情報インフラの現状分析 (An Analysis and Description of Pricing and Information Sources in the Securitized and Structured Finance Markets)」として公表されている⁽⁸⁾。それによると、証券化商品の類型⁽⁹⁾とに、原債権のパフォーマンス情報の伝達のためのインフラ、証券化商品の理論価格算出モデル等が、ビジネスベースで様々な存在している状況が報告されており、それなりに機能しているとの評価が与えられている。

このように、米国ではサブプライム問題発生前においてすでに、資産流動化商品の裏付資産パフォーマンス情報および価格情報について、一定の制度・インフラ整備が進められていたと言えるのであるが、それにもかかわらず、サブプライム問題発生時に混乱が生じたのは、何故であろうか。

これについて、米国市場に内在した検討ではないが、次のような指摘に、状況を理解する一端がありそうである。たとえば、米国の証券化商品の中で特にトレーサビリティに問題があると指摘されている二次証券化商品 (ABSCDO等) については、米国ではCDOにマネーシド型が非常に多いほか、ABCPやSIVにおいてもコベナントの範囲でマネージャーが繰り返し回す中で、何がどう入っているのか投資家から見えないということではないか、との、格付機関担当者による指摘や、二次証券化商品は仕組み上、非開示が前提の商品なので、さすがに米国でも情報開示がなされておらず、米国ではまず一次証券化商品でしっかりとした情報開示がなされ、その中で原資産に問題がありそうなものについて注視していくことで対応していく流れとなっている、との、情報ベンダー担当者による指摘⁽¹⁰⁾である。

また、江川由紀雄氏 (ドイツ証券マネーシングディレクター・証券化商品調査部長) は証券化商品市場の実務家の立場から、証券経済学会第六九回全国大会 (二〇〇八年六月一日) ワークショップ「サブプライム問題と証

証券化商品」での報告「サブプライム関連証券化商品の問題点と再発防止の考え方」⁽¹¹⁾において、「米国の証券化商品に関しては、個々の裏付資産にいたるまでトレーサビリティは高く、豊富に情報が入手可能である。問題は情報そのものではなく、格付機関にせよ機関投資家にせよ、入手した情報に的確な意味を与え、適切な意思決定・行動につなげるための情報生産能力が問われる」と述べられ、さらに、証券化商品のリスク管理について、原資産パフォーマンスに関する過去データに基づく数理モデルに依存せざるを得ないこともあり、今回のサブプライム問題のように過去データの予想の範囲を越える事態が生じた局面では、数理モデルや格付情報のみに依存した投資判断では対応に限界があるのは当然であったのであり、証券化商品への投資については、投資家自身において、定量分析だけでなく定性分析を行うことも重要であろう、という旨を指摘されている。

4 日本における証券化商品にかかる情報開示の今後

我が国においては、サブプライム問題に端を発する金融市場の混乱は比較的大きくないということもあり、今後にこういった混乱が起らないようにするための仕組み作りという中長期的な課題を中心に議論がなされている。上述のように、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正により、証券化商品の販売に係る留意事項（証券化商品の追跡可能性の確保）が新設されたこと（表2を参照）が、その具体的な現れである。

この「監督指針」改正について金融庁は、「トレーサビリティ改善のための原則（プリンシプル）を示したものであり、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール検討の場を通じて業界自身が策定するベスト・プラクティスに関する議論に繋がるものであると考えています。運用においても、硬直的・画一的なものとならないよう留意します。」⁽¹²⁾としている。

表2 金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」における証券化商品の販売にかかる留意事項の新設（2008年4月2日実施）

Ⅳ．監督上の評価項目と諸手続（第一種金融商品取引業）

Ⅳ－3 業務の適切性（第一種金融商品取引業）

Ⅳ－3－1 有価証券関連業に係る業務の適切性

Ⅳ－3－1－2 勧誘・説明態勢

（5）証券化商品の販売に係る留意事項（証券化商品の追跡可能性（トレーサビリティ）の確保）

証券化商品の中には、複雑な構造を有し、組成・販売の過程に複数の関係者が介在するものがあり、原資産の組成者から、証券化商品の組成者、販売者（場合によっては二次販売者）、投資家に至る一連の流れの中で、原資産の内容やリスクにつき適切な情報伝達となされない場合には、投資家におけるリスクの的確な把握が困難になるおそれがある。

証券化商品の取引は、基本的にはプロ同士（証券会社等と適格機関投資家等）の取引と考えられるため、法令上の開示規制や業者の説明義務の対象にはならない可能性が高いものの、その販売に関しては、上記の視点も踏まえ、以下のような点に留意するものとする。

なお、証券会社等が単なる売買の媒介しか行わないなど限定的な役割しか担わない場合であっても、投資者と接点を有する限りにおいては、実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。

- ① 販売に先立ち、原資産の内容やリスクに関する情報を収集し、適切な説明が可能となるよう、分析を行っているか。
- ② 販売の際に、格付けのみに依存することなく、原資産のリスク、格付けに反映されない流動性リスク等についても情報伝達を行うよう、社内手続き・ルールが定められており、必要な態勢が整備されているか。
- ③ 投資者である顧客からの要望があれば、当該顧客が原資産の内容やリスクに関する情報を適切にトレースすることができるよう、情報伝達のための社内手続き・ルールが定められており、必要な態勢が整備されているか。
- ④ 市場価格の特定が困難となった場合にも、理論価格等を評価・算定し、顧客に迅速かつ的確に提示することができる態勢が整備されているか。また、当該理論価格等の評価・算定に当たっては、情報利用者による意図的な特定の利用に資することを優先した恣意的な算定等がなされていないか。

（出所）金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の一部改正について」（2008年4月2日）（<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20080402-2.html>）

これを受けて日本証券業協会は、協会員が証券化商品の販売を行うに際し追跡可能性 (Traceability) を確保するに足る説明態勢を構築するための具体的な検討を行うことを目的として、「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」を公社債・金融商品委員会の下部組織として設置し、現在、検討が進められている。同ワーキング・グループでの検討状況は、議事要旨および参考資料が、日本証券業協会のホームページにおいて公開されている。¹³⁾ それによると、検討の目的・方向性は、概要次のとおりとされている。

(1) 目的

ワーキング・グループは、監督指針を具体化し、証券化商品の原資産のトレーサビリティを確保することにより、以下の二点を目指す。

① 今般のサブプライムローン問題でみられた「証券化商品の原資産のリスクの所在や規模の特定が困難になる」という「リスク所在の不確実性」が我が国において発生するのを未然に防ぎ、投資家が安心して証券化商品に投資できる環境を整備し、国民経済の発展に資する「一次証券化商品市場」の健全な成長を促す。

② 原資産の内容やリスクに関する情報の開示が強化・充実されることにより、これまで証券化商品への投資を行っていなかった内外の長期資金など本来ニーズのある投資家の需要を喚起し、①（投資家が安心して投資できる環境の整備）とも相俟って、日本の証券化市場（特にセカンダリー市場）の流動性の向上や、資金調達手段としての利便性向上を図り、我が国金融市場の競争力強化に資する証券化市場の育成を促進する。

(2) 統一情報開示フォーマットの作成

① ワーキング・グループでは、「原資産の内容やリスクに関する情報」を具体化・標準化するための共通の目線として、「統一情報開示フォーマット」を作成する。それにより、監督指針あるいは日証協規則の実効性を担保し、販売者が社内態勢整備を進めるにあたってのベースとなる具体的コンテンツを提供する。

② 統一情報開示フォーマットの作成方針としては、CMBSに関しては、複数のステークホルダーの議論を踏まえて作成されているコマースシャルモーゲージ証券協会(CMSA)日本支部のものをベースとしていく。また、RMB、CLO、ABSについては、日本銀行金融市場フォーラム(二〇〇四年)における推奨フォーマットをベースとして、今後必要な修正を加えていく。

今後のスケジュールとしては、二〇〇八年六月までに月二回ペースで会合を開き、そこまでの審議で全体の方性を「中間報告」としてとりまとめ、七月中を目途に对外公表し、その後九月よりワーキング・グループを開いて細部を詰め、年内を目途に日証協規則を完成させ、二〇〇九年以降、所要の準備・周知期間を経た後に施行するものとされている。

5 おわりに

証券化商品の原債権にかかる情報の開示を充実させ、投資家サイドからの要求に応じて遡及・追跡が可能な程度を高めるといふ、トレーサビリティの仕組み作りの動きは、欧米に比して日本において先行的に進んでいく可能性もあるが、欧米もいずれば、同様の制度整備に着手するものと考えられる。そういったルール・メイキングによって、証券化商品についてオリジネーター、アレンジャー、ディストリビューターといったセル・サイドで

の情報提供にかかる態勢が整えられることになるであろうが、そのようにして提供される情報をいかに使いこなすかという意味では、機関投資家やヘッジファンド、また投資主体としての金融コングロマリットなどバイ・サイドにおけるリスク管理のための態勢の整備を合わせて図っていくことが、いわば車の両輪として重要になっていくであろう。

サブプライム問題に端を発する証券化商品市場の混乱とは、証券化という金融手法が、創業者利得獲得（さまざまな裁定機会の創出・利用）の手段として一部の市場関係者によって利用されることによって生じたものであったとも言えよう。証券化商品市場のあり方に関して各国・各方面で進められている検討は、情報開示の改善による透明性の向上だけでなく多面的なものであるが、それらが全体として進展することにより、証券化という金融手法が今後、各国・各地域の金融・資本市場総体の中で、効率性と公正性の両面を備えたルーティンとして定着していくことになるものと考えられる。

（付記）本稿の作成に当り、赤井厚雄氏（モルガン・スタンレー証券会社マネージング・ディレクター、日本証券業協会「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」主査）よりご教示を賜りました。記して感謝申し上げます。

注

（１）「金融市場戦略チーム」は、渡辺金融担当大臣の私的懇談会として、日本の金融戦略を議論するため、民間の実務家等を中心に発足し、サブプライムローン問題に関する議論を行った。報告書では、金融資本市場や金融システムに影響を及ぼしているサブプライムローン問題の背景やその展開、問題点等を分析するとともに、グローバルな観点から

の市場正常化に向けた道筋やわが国としての必要な施策についての提言が行われている (<http://www.fsa.go.jp/news/19/20071130-3/02.pdf>)。

- (2) F S F は、主要国・地域の金融監督当局、金融監督関連国際機関（バーゼル委員会、IOSCO等）ならびにIMF、世界銀行をメンバーとして、金融市場の監督およびサーベイランスに関する情報交換と国際協力の強化により国際金融の安定の促進を目的としている。報告書原文は、F S F ウェブサイトからダウンロードできる (http://www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf)。また報告書の提言部分の概要については、金融庁による仮訳が公開されている (<http://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20080412.pdf>)。
- (3) http://www.treas.gov/press/releases/reports/pwgpolicystatenkturmoil_03122008.pdf
- (4) Summary of European Industry Commitments to the European Commission regarding Transparency in the European Securitisation Market, February 8, 2008. (http://www.esbg.eu/uploadedFiles/Position_papers/0133.pdf)
- (5) たとえば、パススルー型CMOについてはB A A (Basic Prepayment Assumption) モデル、ベイスルー型CMOについてはP S A (Public Securities Association) スタンダード・プリペイメント・モデルが標準的に使われている（岩原紳作「米・英における証券化関連商品のデイスクロージャー」、『COFR Iジャーナル』第四号、一九九一年九月、五三頁）。これらのモデルの概要については、赤井厚雄「モーゲージ債と資産担保証券」、債券市場研究会編『米国債券投資戦略のすべて』（金融財政事情研究会、二〇〇〇年八月）、一二五—一二八頁を参照。
- (6) 財団法人日本資産流動化研究所「米国証券化のデイスクロージャーに関する調査研究」（一九九九年三月）、一九頁。
- (7) 財団法人日本資産流動化研究所「米国における資産担保型証券の実態に関する調査研究」（一九九六年五月）、九四、九六、九八頁。

- (8) http://archives1.sifma.org/assets/files/Pricing-Information_Sources_Study_1006.pdf
- (9) 日本証券業協会「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」第四回会合（二〇〇八年五月一五日）議事要旨
(http://www.jsda.or.jp/html/syoutkenka/hanbai_wk/pdf/4-1.pdf)、四頁。
- (10) 同上、三頁。
- (11) 江川由紀雄「サブプライム関連証券化商品の問題点と再発防止の考え方」、証券経済学会第六九回全国大会（二〇〇八年六月一日）ワークショップ「サブプライム問題と証券化商品」における報告時の配布資料による。
- (12) 金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の一部改正について（別紙一）コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」二〇〇八年四月二日（<http://www.fsa.go.jp/news/19/syoutken/20080402-2/01.pdf>）
- (13) http://www.jsda.or.jp/html/syoutkenka/hanbai_wk/index.html

（ちこやま しせい・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1631 (2005. 8)	執筆者	
国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設	中島	
地方再生ファンドの現状	松尾	
アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション	清水	
日本における敵対的買収防衛策の導入	福本	
No.1632 (2005.10)		
コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望	二上	
N Y S E 外国株市場の最近の動向について	伊豆	
ロンドン証券取引所の買収問題	吉川	
欧州における債券電子取引の動向	横山	
ーシティグループ社によるMTSでの債券大量売買をめぐるー		
No.1633 (2005.12)		
レボは売買か貸借か	中島	
ーレボの法律上の扱いについてー		
DD S と企業再生	松尾	
全米市場システム (NMS) とトレード・スルー	清水	
夢真HDの日本技術開発に対する敵対的買収事件が示したの	福本	
ー買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点ー		
No.1634 (2006. 2)		
証券リテール・ビジネスの現状と課題	二上	
最近のネット取引ブームについて	伊豆	
マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案	吉川	
英国債券流通市場の透明性に関するFSAディスカッション・ペーパー	横山	
No.1635 (2006. 4)		
長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止	中島	
企業再生手法の多様化	松尾	
ーDD S ・メザニン・信託ー		
欧米の清算・決済コストについて	清水	
大量保有報告制度の特例報告	福本	
No.1636 (2006. 6)		
米国のネット証券について	伊豆	
N Y S E とユーロネクストの合併合意	吉川	
ー欧米証券取引所再編の思惑ー		
アジア債券市場育成構想における市場の重層性	横山	
No.1637 (2006. 8)		
四〇〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行	中島	
証券会社決算に見る証券業務の変化	二上	
M S C B とディスクロージャー制度	松尾	
「アメリカ証券取引委員会 (SEC) の証券市場規制」	清水	
一般債のペーパーレス化	福本	
No.1638 (2006.10)		
証券販売チャネルの最近の状況	二上	
〈世界的不均衡〉の拡大について	伊豆	
ユーロネクストをめぐる攻防	吉川	
ー欧米取引所再編の行方ー		
EUおよび英国における債券市場の透明性に関する検討の動向	横山	
ーEU金融商品市場指令との関連性ー		
No.1639 (2006.12)		
旧現先と新現先の基本契約書について	中島	
ー現先売買から現先取引へー		
米国の空売り規制緩和実験	清水	
ーSECによる実証研究ー		
株主の特定は必要か	福本	
大手証券会社の企業再生業務	松尾	
ープリンシパル・インベストメントを中心にー		
No.1640 (2007. 2)	執筆者	
市場金融モデルは定着するか	二上	
M & A ・ L B O ・ C D S	伊豆	
ー〈ファンド化〉する国際資本市場ー		
ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム	吉川	
N A S D および N Y S E による自主規制機能の一部統合計画	横山	
No.1641 (2007. 4)		
証券取引所の「統合」と「競争」	二上	
米国におけるM S C B	松尾	
ー株価と経営パフォーマンスー		
アメリカの空売り規制	清水	
ーアップティック・ルール撤廃へー		
株式所有の情報開示	福本	
No.1642 (2007. 6)		
日本のレボ市場の現状と課題	中島	
最近のL B O ブームの特徴と背景	伊豆	
トランス・アトランティック・エクステンジ	吉川	
ー取引所はグローバル化できるのかー		
米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定	横山	
ーフェイル多発およびレボ・スキーズへの対応ー		
No.1643 (2007. 8)		
なぜ新現先は形骸化しているのか	中島	
エクイティ・ファイナンス手法の多様化	松尾	
買収ファンドの上場をめぐる	伊豆	
ーブラックストーンのIPOー		
名義株主と真の株主	福本	
No.1644 (2007.10)		
サブプライムローン問題と市場型金融システム	二上	
円キャリートレードの不思議	伊豆	
ー株価と為替と金利の関係ー		
錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携	吉川	
米国FINRAによる債券マークアップ・ポリシーの制定と運用	横山	
No.1645 (2007.12)		
公開企業の取締役会権限	森田	
ー敵対的企業買収の防衛策を中心としてー		
新たなレボ指標レート「東京レボ・レート」	中島	
企業買収と企業再生	松尾	
実施迫る株券電子化の残された課題	福本	
No.1646 (2008. 2)		
課徴金制度の改正について	梅本	
ーワーキンググループ報告の検討を中心にー		
反社会的勢力等の不正取引行為者の排除等について	坂下	
米国における『証券リテールビジネス』の潮流	二上	
政府系ファンドをどう見るか	伊豆	
EU債券市場に透明性要件制度化は必要か	横山	
レギュレーションNMSと米国株式市場	吉川	
No.1647 (2008. 4)		
株主とは誰のことか	奥村	
ー株式所有と会社支配ー		
変貌する日本の国債保有構造	中島	
企業再生の課題と展望	松尾	
アメリカの私募市場拡大について	清水	
J D R (日本版預託証券) とは何か?	福本	

(金額は消費税込みです)

詳説現代日本の証券市場 2006年版

日本証券経済研究所編

A 5判 324頁 2,625円 送料 290円

図説アメリカの証券市場 2005年版

日本証券経済研究所編

A 5判 359頁 3,255円 送料 340円

図説イギリスの証券市場 2005年版

日本証券経済研究所編

A 5判 217頁 2,310円 送料 290円

イギリスの金融規制

一市場と情報の観点から一

イギリス資本市場研究会編

A 5判 273頁 2,730円 送料 290円

株式投資収益率 2006年

日本証券経済研究所編

CD-ROM(Excel版) 8,400円 送料 180円

Securities Market in Japan 2006

日本証券経済研究所編

菊判 389頁 3,465円 送料 340円

日本証券史資料戦後編(全十巻,別巻)

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

(全巻セット特価 105,000円)

日本証券史資料戦前編(全十巻)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

第1巻 証券関係元老・帝国議会審議録(一)

B 5判1083頁 12,600円 送料 590円

第2巻 証券関係帝国議会審議録(二)

B 5判 717頁 10,500円 送料 450円

第3巻 株式取引所の歴史(一)

B 5判 641頁 10,500円 送料 450円

第4巻 株式取引所の歴史(二)

B 5判 1070頁 12,600円 送料 590円

第5巻 証券会社及びその団体

B 5判 1100頁 10,500円 送料 590円

証券・会社法制の潮流

証券取引法研究会編

A 5判 292頁 2,100円 送料 340円

近年の証券規制を巡る諸問題

証券取引法研究会編

A 5判 211頁 2,940円 送料 290円

市場改革の進展と証券規制の課題

証券取引法研究会編

A 5判 219頁 3,045円 送料 290円

企業行動の新展開と税制

証券税制研究会編

A5判 220頁 2,625円 送料290円

二元的所得税の論点と課題

証券税制研究会編

A 5判 259頁 2,730円 送料 290円

新外国証券関係法令集

日本証券経済研究所編

アメリカⅠ サーベンス・オクスリー法

A 5判 177頁 1,575円 送料 290円

金融商品取引法研究会研究記録

(第19号までは『証券取引法研究会研究記録』として発刊)

第16号 証券取引法改正に係る政令等について
(TOB, 大量報告関係, 内部統制報告関係)

B 5判 102頁 525円 送料 210円

第17号 間接保有証券に関するユニドロア条約
策定作業の状況

B 5判 94頁 525円 送料 210円

第18号 金融商品取引法の政令・内閣府令について

B 5判 85頁 525円 送料 210円

第19号 特定投資家・一般投資家について

B 5判 96頁 525円 送料 210円

第20号 金融商品取引所について

―自主規制業務を中心に―

B 5判 96頁 525円 送料 210円

ホームページの「出版物案内」をご覧ください。

ホームページ URL <http://www.jsri.or.jp/>

財団法人 日本証券経済研究所 ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp/>

(YAHOO、Google などの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

JSRIについて	当研究所の概要や事業活動を紹介しています。
出版物案内	『証券レビュー』『証研レポート』『証券取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。
証券図書館	証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。
講演会録	「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。
研究会	当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、証券取引法研究会研究記録（全文）がご覧いただけます。
株式投資収益率	株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。
トピックス	海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。

II. データベース検索

研究所出版物	出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。
証券図書館の蔵書	証券図書館(東京)所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。
証券関係の論文・記事	証券図書館(東京)が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。
証券年表	新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

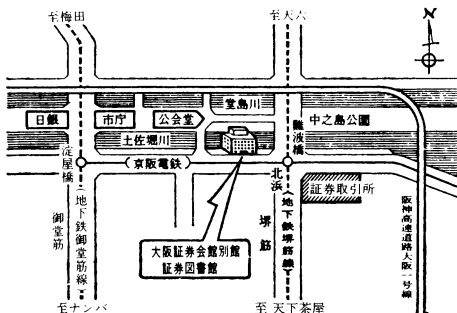
所在地 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館5階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後4:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順

1. 地下鉄（御堂筋線）淀屋橋駅下車、京阪地下道徒歩約7分で大阪証券会館別館地下連絡口（23番出口）へ。
2. 地下鉄（堺筋線）北浜駅又は京阪北浜駅下車すぐ。

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができるようになりました。ご利用ください。

証研レポート第一六四八号
二〇〇八年六月九日発行

(偶数月第二月曜日発行)
昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2008年 6 月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館

電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)